

MARCIA CRISTINA COSTA DE AGUIAR CANESIN CELESTINO

**DIVERSIFICAÇÃO COMO OPÇÃO DE CRESCIMENTO FINANCEIRO –
ANÁLISE DE DESEMPENHO DE EMPRESAS DIVERSIFICADAS**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná como requisito para a obtenção do título de especialista em Contabilidade e Finanças.

Prof^ª. Orientadora: Ana Paula Mussi Szabo. MSc.

CURITIBA

2009

Dedico esse trabalho a meus pais pelo exemplo de luta.

AGRADECIMENTOS

Algumas pessoas são essenciais em nossa caminhada e eu não poderia deixar de agradecê-las na realização desse trabalho:

A Professora Ana Paula Mussi Szabo por aceitar orientar-me, pelos retornos sempre rápidos e objetivos e os “puxões de orelha” pertinentes e profissionais, sem dúvida um exemplo a ser seguido.

A Fernando Canesin Celestino pela revisão ortográfica, pela paciência nos momentos de ausência, os sábados e domingos passados com nosso filho e principalmente o apoio sempre incondicional em todas as minhas empreitadas.

A Aurélia Moteka e Eliane Veroneze, colegas de trocas incessantes de e-mails de “carência monográfica” com apoio moral e informações sobre formatações, dicas de tabelas, gráficos, sites de cotações e informações contábeis.

Ao Professor Moisés Prates por aceitar-me no curso de Pós-graduação mesmo sem formação técnica contábil na área. Ele não faz idéia da oportunidade que me ofereceu e o quão importante foi para mim essa especialização.

RESUMO

CELESTINO, Márcia C de Aguiar C. Diversificação como opção de crescimento financeiro – Análise de desempenho de empresas diversificadas.

O presente trabalho tem como objetivo identificar através de uma pesquisa documental, se existe relação lucrativa na diversificação, comparando indicadores de desempenho das empresas com características de diversificação e os indicadores do mercado de capitais no período de 1997 a 2007. Para realização desta pesquisa optou-se por uma amostra entre a população de empresas de capital aberto da BOVESPA, coletando-se dados contábeis para cálculo do “Retorno sobre o Patrimônio Líquido” - ROE. O ROE foi o indicador utilizado como variável dependente desde trabalho. Considerando a crescente onda de fusões e aquisições observada nos últimos anos e a opção de muitas empresas pela diversificação, e como muitas empresas optam pela diversidade adquirindo parte e até o todo de empresas que atuam em áreas distintas e são bem sucedidas, veio à tona questão de pesquisa. A necessidade de conhecimento de muitos mercados para gerenciar a diversidade levou alguns autores a acreditar que não existe lucratividade nessa área, e quando existe, é a um custo bastante alto. No entanto esse estudo demonstrou que existe possibilidade de crescimento financeiro na diversificação e como em todas as outras áreas, existem empresas com resultados acima da média e outras abaixo. Adicionalmente observou-se que na amostra de empresas diversificadas os resultados negativos não possuem uma magnitude tão grande quanto o positivo. Ou seja, as empresas com baixo desempenho, rapidamente buscam retornar ao crescimento, sendo que seu baixo desempenho não é tão significativo. Quanto às empresas com desempenho superior, estas sim, apresentam resultados muito acima da média de mercado. As empresas que optaram por diversificar em áreas relacionadas e com alta barreira para novos entrantes obtiveram resultados mais expressivos.

Palavras chaves: diversificação, retorno sobre o patrimônio líquido, mercado de capitais.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	9
2.1	TEORIA DO CRESCIMENTO DA EMPRESA	9
2.2	DIVERSIFICAÇÃO	12
2.2.1	Definição de diversificação	12
2.2.2	Ambientes propícios a diversificação	14
2.2.3	A relevância da diversificação no mercado	16
2.2.4	O valor dos conglomerados	19
2.2.5	O estudo da diversificação no mercado Latino Americano	21
2.2.6	Variáveis de desempenho	22
2.2.7	IBOVESPA - Índice BOVESPA	26
2.2.8	IBrX50 – Índice Brasil 50	27
2.2.9	IEE – Índice de Energia Elétrica	28
2.2.10	Índice MOB	29
2.2.11	ICON – Índice de Consumo	29
2.2.12	INDX – Índice do Setor Industrial	30
3	METODOLOGIA DE PESQUISA	31
3.1	ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA	31
3.2	PERGUNTAS DE PESQUISA	31
3.3	POPULAÇÃO E AMOSTRA	31
3.4	MODELO CONCEITUAL	34
3.5	DELINEAMENTO DA PESQUISA	34
3.6	DESCRIÇÃO DOS INSTRUMENTOS E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	35
4	ANÁLISE DE DADOS	36
4.1	ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICES	36
4.2	ANÁLISE PELA DISPERSÃO DOS VALORES	39
4.3	ANÁLISE POR CLASSIFICAÇÃO SETORIAL	47
4.3.1	Construção Civil	48
4.3.2	Papel e Celulose	51
4.3.3	Tecido e Vestuário	52
5	CONCLUSÕES FINAIS	54
6	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	56

1 INTRODUÇÃO

A década de 90 foi um período emblemático tanto para o Brasil como para o mundo, em função das intensas mudanças verificadas nos regimes de incentivo e de regulação da atividade econômica. Esse período abrange duas crises mundiais. Em 1997 observou-se um rápido processo de fuga de capitais e desvalorização cambial entre as nações do sudoeste asiático (Coreia do Sul, Hong Kong, Taiwan, Cingapura, Malásia, Tailândia, Indonésia e Filipinas). Essa situação espalhou o medo nos mercados internacionais. Os preços dos *commodities* no mundo inteiro – com destaque para o petróleo e o gás natural – despencaram, contaminando principalmente a economia Russa e provocando uma desvalorização de 60% na sua moeda (Rublo), culminando na moratória da dívida do país. Tal cenário forçou as nações, agora conhecidas como emergentes - caso do Brasil - a elevar a taxa de juros a níveis de 40% ao ano, para manter o “capital” investido nas suas economias (Queiroz e Silva, 2009). Em 2000, a bolsa eletrônica Nasdaq atravessou sua primeira grande crise. Em um ano as ações das principais empresas de tecnologia e Internet perderam 40% do seu valor. Após isso, os ataques terroristas ocorridos no dia 11 de setembro de 2001 agravaram a relação com os investidores, acumulando perdas em torno de oito trilhões de dólares no mercado americano. Em 2002 as bolsas do mundo inteiro voltaram a despencar com a notícia de fraude e falsificação das contas das empresas americanas *Enron* e *WorldCom*. Em 2008, após relativa tranquilidade e expansão econômica, com destaque para os países conhecidos como BRINCS – Brasil, Rússia, Índia e China, o mundo volta a se abalar com o temor da repetição de 1929, em função da crise dos “*subprimes*” (crédito hipotecário de alto risco). Essa crise é oriunda do mercado imobiliário dos Estados Unidos, e causou uma histeria que se espalhou rapidamente pelos grandes mercados mundiais, trazendo de volta o recuo na economia global e a recessão nos Estados Unidos. Nesse contexto a expectativa seria de que as empresas redefiníssem suas estratégias corporativas e competitivas para se adequar a um novo ambiente, buscando identificar em que negócios devem atuar para obter lucratividade.

Existe uma extensa e crescente literatura mundial sobre estratégias corporativas que abordam essencialmente o relacionamento entre diversidade e o desempenho empresarial. Não há consenso sobre o tema, sabe-se que a diversificação é um dos possíveis usos dos recursos, por meio do qual a empresa

pode obter lucro, e depende de diversas variáveis tanto externas como internas à organização. Em geral, os estudos sobre diversificação são concentrados em mercados desenvolvidos, particularmente nos Estados Unidos. A existência de grandes corporações diversificadas é um traço marcante na economia moderna. Análises históricas indicam a relevância dessas corporações tanto nos Estados Unidos como na América Latina. Apesar das diferenças na estrutura de negócios e na evolução empresarial, em ambos os continentes a diversificação se apresenta como uma opção gerencial lucrativa dada algumas características empresariais e de mercado.

Diante dos resultados significativos das empresas diversificadas, cabe indagar se essas empresas ao optarem pela diversidade foram bem sucedidas. Nesse sentido, esse trabalho tem como objetivo **identificar se existe relação lucrativa na diversificação, comparando indicadores de desempenho das empresas com características de diversificação e os indicadores do mercado de capitais no período de 1997 a 2007**. Não foi o foco deste trabalho analisar a relação entre o grau de diversificação de uma empresa e seu desempenho financeiro. O interesse é verificar se as empresas que diversificam seu negócio de um modo geral possuem resultados crescentes, sem segregar em níveis de diversificação.

O presente trabalho é composto de cinco seções, incluindo essa introdução. A segunda seção é dedicada ao resgate das bases teóricas da pesquisa, ao passo que a terceira apresenta a metodologia. Os resultados obtidos na pesquisa são apresentados e discutidos na seção subsequente. A quinta seção sumariza as principais conclusões deste trabalho.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica se restringe a expor a teoria do crescimento da empresa, as opções empresariais de crescimento, motivações, barreiras e oportunidades, bem como a definição de diversificação, suas variações entre negócios não relacionados, conglomerados e negócios relacionados e os veios de diversificação vertical e horizontal.

A relevância econômica da diversificação no Brasil e no mundo também será tratada e finalmente um detalhamento dos indicadores de desempenho que serão utilizados para análise dos dados, bem como os indicadores de mercado comparativos, IBOVESPA, IBrX50 e outros.

2.1 TEORIA DO CRESCIMENTO DA EMPRESA

O crescimento de uma empresa, suas motivações, perspectivas e trajetórias de sucesso são temas que transcendem os anos. Edith Penrose é uma das autoras mais renomadas nesse sentido. Segundo a autora, o crescimento de uma empresa deve ser analisado tanto pela perspectiva interna como externa, uma vez que ambos são fatores que influenciam no desempenho organizacional. Uma empresa já possui em sua estrutura e característica organizacional a tendência em diversificar ou ser tecnicamente centralizada, buscar novos produtos através de fusões e aquisições ou simplesmente desenvolver novas tecnologias.

Segundo Barney (1991, p.101) os incentivos internos giram em função dos recursos da empresa (como capacidade gerencial e produtiva) e vontade dos controladores. O conjunto de oportunidades para investimentos e crescimento percebido pelos administradores difere entre empresas e depende de um conjunto específico de recursos humanos e de outra natureza. O modelo das cinco forças de Porter é uma das ferramentas mais utilizadas para identificar, dentro da organização, suas forças e fraquezas, ameaças e oportunidades e descobrir suas motivações e perspectivas. Foi concebido por Michael Porter em 1979 com o objetivo de analisar a empresa e sua concorrência, especialmente direcionado, na época, para profissionais de marketing. As cinco forças de Porter são: poder de barganha dos fornecedores, ameaça dos produtos substitutos, poder de barganha dos clientes,

ameaça de novos entrantes e rivalidade entre concorrentes. A figura 1 representa essas cinco forças dentro de um ambiente de concorrência empresarial.

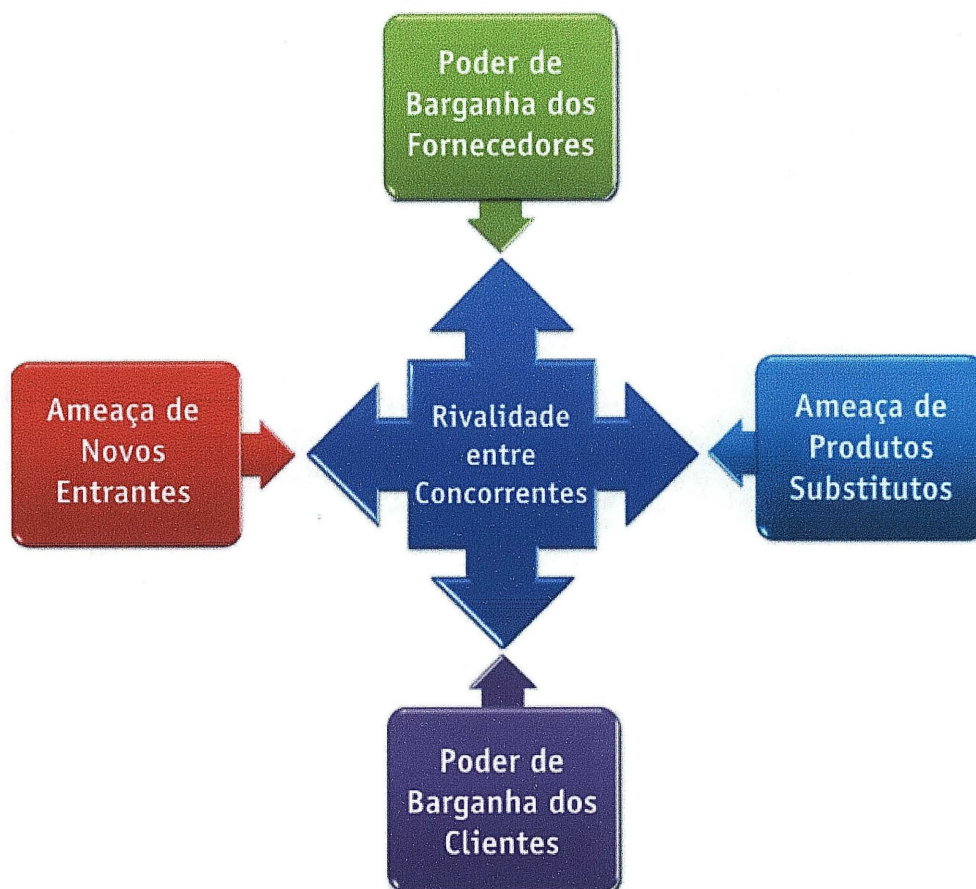


Figura 1 – Forças de Porter.

Fonte: Vantagem Competitiva, Porter, Michael, 1998.

Porter refere-se a essas forças como as do microambiente empresarial, que em conjunto com as forças do macroambiente, suportam as características da organização e são base para o desenvolvimento estratégico. As forças do macroambiente não podem ser controladas por nenhuma empresa do microambiente, são algumas delas: economia, legislação, geografia e outros.

As ameaças e oportunidades apresentadas no modelo de Porter são informações tão necessárias à empresa quanto conhecer seu ambiente de atuação. Com uma visão de seu negócio e do ambiente externo a empresa pode decidir sem grandes surpresas suas oportunidades de crescimento. Ainda pela perspectiva interna uma empresa cresce através quatro estratégias diferentes: penetração de mercado, desenvolvimento de mercado, desenvolvimento de produto e

diversificação. Para Penrose, as oportunidades de crescimento através da penetração e desenvolvimento de mercado e mesmo desenvolvimento de produto dependem de dois fatores: mudanças no processo produtivo e nos conhecimentos disponíveis dentro da empresa (motivações internas) e nas condições externas de oferta, mercado, e concorrentes (motivações externas). Uma alternativa igualmente importante ao crescimento das empresas é a expansão fora de suas fronteiras nacionais. Esse crescimento tem aumentando exponencialmente desde a década de 50.

Segundo a teoria *penrosiana*, o processo de diversificação das atividades produtivas da firma se daria em torno das suas áreas de especialização, definidas pela base técnica/tecnológica utilizada e pelos mercados para os quais a produção é direcionada. Nesse sentido alguns autores restringem essa base tecnológica como única área de atuação ou produto, descrevendo-a como diversificação relacionada ou concêntrica. Como base técnica entende-se cada tipo de atividade produtiva da firma que utiliza máquinas, insumos, processos, capacitações e conhecimentos complementares no processo de produção. Nesse sentido, tanto indústrias diferentes podem possuir a mesma base técnica, quanto à mesma indústria pode possuir diferentes bases tecnológicas.

Sob o ponto de vista externo, a necessidade de crescimento da empresa pode ser motivada pelas pressões de mercado, aumento da concorrência, diminuição da demanda de seus produtos e oportunidades percebidas através das forças de Porter, da economia e do ambiente em que a empresa está atuando. Uma empresa pode crescer interagindo com outras companhias, por meio de fusões, aquisições e alianças estratégicas. A diversificação pode ser uma oportunidade de crescimento tanto para a perspectiva interna como externa.

Apesar da diversificação se apresentar como uma saída para as firmas de um modo geral, o estudo de Penrose indica a existência inicial de uma motivação para a diversificação como característica comum a essas empresas, que não se origina nem da percepção de oportunidades específicas para iniciar a produção de novas mercadorias, nem nas pressões de mercado, e sim na estrutura da empresa e característica de seus dirigentes. Essa característica precede a necessidade de diversificar e baseia-se na capacidade dos serviços administrativos e gerenciais existentes na empresa, nas qualificações técnicas e administrativas que apesar de intangíveis são de longe os mais importantes.

Adicionalmente existem empresas cuja própria política de crescimento é a diversificação. Nesse caso, antes de ser mais uma opção, é a primeira opção de crescimento dessas organizações. Na prática, essa política está ligada naturalmente às pressões já descritas acima e principalmente à constante busca de novos negócios baseada na convicção de que a diversificação é uma forma de crescimento mais lucrativa. Esse tipo de organização busca estar constantemente atualizada quanto às tendências de mercado e a situação financeira de seus pares na busca de oportunidades de diversificar seu negócio.

2.2 DIVERSIFICAÇÃO

Uma das maneiras que a indústria se utiliza para crescer é o processo de diversificação da produção. “Sendo assim, qualquer oportunidade específica de diversificação surge como uma oportunidade” PENROSE (2006, p. 179).

2.2.1 Definição de diversificação

A fronteira entre negócios tradicionais e diversificação dentro de uma organização é tênue e de difícil identificação. De acordo com BRITTO (2002, p. 307) “o processo de diversificação diz respeito à expansão da empresa para novos mercados distintos de sua área de atuação”. Ainda segundo o autor os processos de diversificação podem ser sistematizados usando dois critérios básicos: (a) a proximidade existente entre as atividades originais da empresa e as novas atividades para as quais ela está se expandindo, em termos de localização das mesmas em diferentes segmentos da cadeia produtiva (b) o grau de similaridade existente entre as atividades originais da empresa e as novas atividades, em termos de competências produtivas e gerenciais. Pelo primeiro critério a diversificação é dividida em “horizontal” ou “vertical” e de acordo com o segundo critério em “concêntrica” ou em “conglomerado”. (ANSOFF, 1977/ BRITTO, 2002).

A diversificação horizontal consiste na introdução de produtos que de alguma forma, estejam relacionados com os produtos finais da empresa, sendo

representada pela concentração de capital da mesma na aquisição ou na fusão com empresas similares. O aspecto favorável deste tipo de diversificação é a sinergia entre os setores de marketing das empresas, pois poderão ser utilizados os mesmos canais de distribuição para ambos os produtos. Por sua vez, a diversificação vertical ou integração vertical ocorre quando a empresa assume o controle sobre diferentes estágios ou etapas da produção na cadeia produtiva. Assim, a empresa pode optar por iniciar a produção de matérias-primas de seus atuais produtos, ou incrementar sua produção, agregando valor aos bens já produzidos pela mesma. Com relação à diversificação concêntrica, sabe-se que ela ocorre quando a empresa diversifica em mercados relacionados entre si, seja sob a ótica das capacitações gerenciais ou técnico-produtivas.

Rumelt (1982, p.103) faz distinção entre negócios verticalmente integrados e negócios relacionados. Eles não apresentam as mesmas características quanto ao mercado, competências, recursos, clientes entre outros aspectos importantes.

Quanto à diversificação por conglomerados, pode-se dizer que ela ocorre quando a empresa decide investir em vários setores, sem nenhum tipo de sinergia, incorrendo em menos riscos por atuar em vários setores diferentes. Segundo Rumelt (1982, p.104) uma empresa pode ser considerada um conglomerado apenas se atender as três características listadas abaixo, simultaneamente:

1. O crescimento dos lucros por ação da empresa tem que ter sido, na média, pelo menos 10% ao ano;
2. Ter feito pelo menos cinco aquisições, três delas em negócios não relacionados aos anteriores;
3. Ter lançado ações que tenham um valor de mercado superior aos dividendos pagos durante o mesmo período.

Caso essas condições não sejam atendidas a empresa é considerada pelo autor, como **negócio não relacionado**, ou seja, uma empresa altamente diversificada que não possui nenhum negócio dominante e cresceu entrando em setores que em sua maioria não são relacionados entre si. Segundo o autor, essa forma de diversificação apresenta resultados piores do que a diversificação em negócios relacionados com a atividade principal.

Penrose entende que uma empresa é diversificada quando a mesma, sem abandonar inteiramente suas antigas linhas de produção, inicia a produção de

novos produtos suficientemente diferentes de outros de seu portfólio, assim a diversificação, para o autor, inclui o aumento na variedade do produto final. Existe a contrapartida à diversificação que envolve um afastamento das atuais áreas da empresa, através:

- do ingresso em novos mercados com novos produtos a partir de uma mesma área produtiva já existente,
- da expansão no mesmo mercado por meios de novos produtos oriundos de outras áreas tecnológicas e,
- do ingresso em novos mercados com novos produtos baseados em outras áreas tecnológicas.

Ramanujam e Varadarajan (1989, p.98) definem diversificação como sendo a entrada de uma empresa ou unidade de negócios em novas linhas de atividade, seja pelo desenvolvimento interno de novos negócios ou por fusões e aquisições que acarretem mudanças na sua estrutura administrativa, sistemas e outros processos gerenciais. A definição utilizada nesse estudo é a diversificação horizontal, com empresas atuando em atividades não relacionadas, ou seja, empresas que possuem em seu portfólio produtos não relacionados em sua cadeia produtiva atuando em áreas distintas.

2.2.2 Ambientes propícios à diversificação

Segundo Penrose, algumas situações são mais propícias à diversificação, como por exemplo, a posse de amplas reservas monetárias e a existência de oportunidades favoráveis para a aquisição de outros empreendimentos ativos. A primeira não representa um incentivo à diversificação, mas uma condição favorável a esta e a segunda, sem dúvida, além de um incentivo é uma tendência atual.

Não se discute que muitas diversificações têm ocorrido através de aquisições, por outro lado, a diversificação em qualquer direção específica não irá ocorrer naturalmente por meio de uma aquisição, a menos que a empresa tenha razões para diversificar-se naquela direção e não apenas a mera pretensão ou possibilidade de adquirir outra firma em condições favoráveis.

Empresas que possuem tecnologia especializada têm grandes oportunidades na diversificação dentro da mesma base tecnológica, chamada

diversificação em negócios relacionados. A diversificação e a expansão baseada em altos graus de tecnologia são características de muitas das maiores firmas da economia americana devido à busca pelo controle monopolizado do mercado. O exemplo mais clássico e conhecido de diversificação em mesma base tecnológica é a General Electric Corporations. Conhecida principalmente pela fabricação de produtos elétricos, também produz uma ampla variedade de outros bens – locomotivas, motores aeronáuticos e bens de consumo durável de diversos tipos. Iniciou sua diversificação para negócios relacionados e posteriormente ultrapassou o limite para conglomerados.

Algumas empresas buscam a diversidade principalmente para assegurar seu espaço mercadológico. Inicia sua ampliação através da diversificação dentro de uma mesma base tecnológica e ao longo do tempo, conforme verifica sua bem sucedida capacidade gerencial em lidar com diferentes produtos, expande suas aquisições para serviços distintos, caracterizando um conglomerado.

A diversificação também é amplamente percebida como uma solução para alguns dos problemas passíveis de serem criados para determinadas empresas por movimentos desfavoráveis nas condições de mercado e de demanda. São elas:

- Flutuações sazonais e cíclicas de demanda: não haverá dúvidas quanto à lucratividade da diversificação se uma firma for capaz de encontrar produtos que possa produzir nos períodos em que a demanda de seus principais produtos for baixa, e que não conflitem com a sua capacidade de retomar sua produção quando a demanda elevar-se;
- Mudanças adversas e permanentes na demanda: relacionada de forma indireta às flutuações sazonais, essa questão refere-se principalmente a preocupação da empresa com o enfraquecimento da demanda de alguns dos seus produtos mais importantes. Nesse caso a empresa busca diversificar seus produtos para assegurar uma estabilidade geral de suas receitas.

2.2.3 A relevância da diversificação no mercado

O interesse pelo desempenho dos conglomerados ganhou espaço a partir de 1998, quando começaram a surgir estudos envolvendo o desconto dos conglomerados na bolsa de valores e seu desempenho em termos de resultados frente a outras empresas com negócios centralizados. No entanto sua importância acompanha a economia desde a época dos mercados pouco estruturados.

Esse modelo empresarial foi uma onda mundial na segunda metade do século XX, assumindo diversas formas de acordo com as características do país em que se baseavam. Podiam nascer do poderio do setor financeiro, da ociosidade de recursos em negócios declinantes ou mesmo da capacidade individual de empresários e executivos que através de uma sucessão de aquisições construíam verdadeiros impérios.

Segundo Lazzarini, Sérgio (2004, p. 4) em países de falhas institucionais os conglomerados têm seu papel a cumprir. Eles promovem autofinanciamento e crescimento de mercados, proteção aos investidores e principalmente às grandes famílias. “Porém quando países promovem ações para minorar falhas institucionais (mercados de capitais pouco eficientes, sistema legal precário, baixa proteção aos investidores), espera-se um desmembramento dos conglomerados e o surgimento de um leque maior de firmas autônomas. Captando recursos e contratando terceiros a um baixo custo, as firmas podem se beneficiar plenamente dos ganhos de especialização”. Lazzarini, Sérgio (2004, p. 4)

Após a profissionalização dos mercados, nos países desenvolvidos os conglomerados foram considerados estruturas pesadas e pouco ágeis para a rápida evolução tecnológica e dos mercados, um experimento com alto risco e extremamente falho. O fato é que nos Estados Unidos, uma parcela considerável das diversificações produtivas promovidas pelas empresas foi mal sucedida. Nesse contexto, Porter (1998, p. 237), ressalta:

(...) a história das estratégias corporativas tem sido lamentável. Estudei o passado da diversificação em 33 empresas de prestígio nos Estados Unidos no período de 1950 a 1986 e descobri que a maioria delas tinha revendido, mais do que conservado, as aquisições que já haviam feito. As estratégias corporativas da maioria das empresas dissiparam, ao invés de criarem, valor para os acionistas.

De um modo geral, a literatura sobre estratégias empresariais é fortemente baseada na experiência de companhias sediadas em países desenvolvidos, em particular nos Estados Unidos. Nesse sentido, segundo Rogers, a visão predominante é que a diversificação conglomerada (ou não relacionada) acarreta impactos negativos sobre o desempenho empresarial e por conta disto as empresas deveriam focalizar suas atividades em torno de competências essenciais. Por outro lado, em países em desenvolvimento, a estrutura de propriedade e o grau de especialização produtiva são bastante distintos dos padrões verificados nos Estados Unidos. Na economia latina as grandes empresas privadas são controladas por famílias, que também se encarregam da gestão, e o grau de diversificação produtiva é maior. Além desse aspecto vale ressaltar que a intensidade do esforço tecnológico das companhias latino americanas é relativamente baixa em comparação com os países desenvolvidos. Em suma, o formato empresarial típico das empresas privadas latino americanas é muito distinto do ambiente norte americano.

Já Heuskel, Dieter 1996 discorda da tese que existem mais benefícios na especialização do que na diversificação. O autor acredita que com a profissionalização dos gestores e possuindo uma linha de ação clara, pouco importa se a empresa é diversificada ou focada, seu sucesso estará garantido. Uma pesquisa realizada pela BCG (Boston Consulting Group) sobre o desempenho dos conglomerados no mercado americano levou às três conclusões abaixo:

- Não existe relação entre foco e aumento de valor ao acionista. Ou seja, focadas ou diversificadas as empresas possuíam graus semelhantes de geração de valor;
- Alguns conglomerados possuíam sistematicamente desempenhos relevantes, o que levou os autores a concluir que o sucesso tem uma relação maior com a estratégia de gerenciamento dos negócios do que com a definição de vender um ou mais produtos;
- As empresas que possuíam desempenhos acima da média, igualmente gerenciavam seus negócios com características específicas e um conjunto de regras bastante semelhantes entre si.

Com o advento da profissionalização empresarial, essa visão de que diversificar é um risco começou a mudar no mercado americano, principalmente quando grandes players mundiais como a GE conseguiram sobreviver ao longo dos anos aplicando fortemente em negócios diversificados.

No Brasil os conglomerados são bastante disseminados. Estudos realizados com as 100 maiores empresas brasileiras, não financeiras, em termos de faturamento, revela que algo ao redor de 54% é de alguma forma associada a algum grupo empresarial ou de controle familiar mais amplo. Os conglomerados criam mercados de capitais internos que servem para financiar as suas divisões ou empresas. O guarda-chuva da corporação serve como um capital reputacional que favorece a obtenção de baixa eficiência do sistema legal.

No final dos anos oitenta, Michael Porter mostrou que mesmo em um mundo que então começava a enfatizar o “*core business*”, havia espaço para a criação de grupos econômicos, mesmo que restritos a algumas situações, que segundo ele eram:

- Viabilizar para negócios ainda nascentes, o acesso a capital que ainda não teriam condições de obter diretamente no mercado. Algo como uma incubadora de empresas, situação bastante disseminada no Brasil nesse mesmo período. Nesse caso o investidor teria uma presença temporária e ganha com o amadurecimento da empresa e seu encaminhamento no mercado. Como investir em Small Caps fora do mercado de capitais e como investidor jurídico. Essa transação é conhecida como *Venture Capital*.
- Promover uma profunda reestruturação em um negócio problemático.

Os conglomerados são importantes em mercados pouco estruturados como proteção ao acionista, e nos estruturados como oportunidades de crescimento para empresas com capacidade financeira e gerencial ociosa atuando com um produto já saturado. Em cada um desses mercados a empresa necessita de características gerenciais distintas. A diversificação não é um caminho mais arriscado que ser um entrante em um mercado competitivo, ou atuar no mercado de commodities. Cada qual tem sua especificidade e necessita competências diferentes em que talvez os conglomerados possam contribuir com as empresas tradicionais.

Além da opção estratégica, os conglomerados têm algo a nos ensinar em termos gerenciais. Após algumas décadas de estratégias empresariais voltadas ao foco nos negócios muitas empresas estão adotando uma perspectiva de diversificação. Acredita-se que após a febre da terceirização, fracionar uma empresa de sucesso pode destruir valor ao invés de aumentá-lo frente aos acionistas. Muitas empresas diversificadas exploram essa complexidade e a capacidade de gerenciar

as diferenças como uma vantagem competitiva. Shumann destaca três características importantes para conglomerados :

- disciplina na análise dos resultados e principalmente no portfólio de negócios, abandonando rapidamente negócios pouco lucrativos e movendo-se para outros mais promissores;
- gerenciamento da diversidade, não somente em relação aos negócios, mas também no gerenciamento das pessoas, levando-as igualmente a uma experiência diversificada e,
- capacidade de mobilizar e desdobrar sua complexa rede para quebrar barreiras e abraçar novos negócios de forma eficaz.

Isso demonstra que a fronteira entre os negócios tradicionais e os conglomerados está apenas nos produtos. Para sobreviver e principalmente crescer, toda empresa precisa possuir um grupo de gestores com características complexas e competências distintas que façam diferença no mercado atual.

2.2.4 O valor dos conglomerados

Historicamente no mercado de ações acredita-se que os preços das ações de empresas diversificadas são desvalorizados devido ao chamado desconto dos conglomerados. Advindo do princípio de finanças de que o acionista deve ter o direito de diversificar sozinho, essa é a causa do principal ataque aos conglomerados. “Quando uma empresa atua em dois ou mais setores econômicos, quem compra suas ações precisa investir simultaneamente em todos esses setores, não pode escolher somente um deles”. (GRAVA, 2004, p.6) No entanto, o que se percebe é que o mercado de capitais parece recompensar a criação de valor nos negócios, pouco importando se a empresa é diversificada ou não, e sim se suas informações são confiáveis e possuem níveis de governança corporativa aceitáveis. Nesse sentido, tem-se conglomerados com resultados acima da média e outros que destruíram valor, o que sem dúvida vale também para as empresas com foco em um único negócio.

Muito se debate sobre o valor das companhias altamente diversificadas. Alguns estudos sugerem que as firmas diversificadas possuem um desconto substancial no seu valor, em comparação ao valor imputado àquelas empresas de

negócio mais concentrado. Alguns teóricos focam na valorização da empresa através de fluxos de caixa descontados ou comparativos de múltiplos, outros optam pela análise de P/A (preço por ação) comparando-os com empresas mais focadas do mesmo ramo. No entanto, as tentativas de estimar valor para essas companhias esbarram na dificuldade de apurar o valor dos ativos intangíveis capazes de gerenciar a diversidade. Desta forma a opção comumente encontrada tem sido de desmembrar o conglomerado em grupos menores e com produtos únicos para assim valorizá-los. O que se observa, no entanto, é que a faturação de uma companhia faz com que cada parte pareça irrelevante frente ao que ela como um todo representava, justamente pela capacidade gerencial de coordenar a diversidade. De fato, excetuando-se uma transação real, é praticamente impossível saber o real valor de venda de uma empresa, qualquer valor que se aplique nada mais é que uma estimativa notoriamente variável.

Outros autores realizam comparações como o P/E (*price by earning*) ou preço por rendimento, esse indicador nos apresenta uma foto instantânea do valor da companhia, mas fala pouco sobre sua habilidade em criar valor adicional no tempo. Muitos autores acreditam que o melhor indicador de crescimento para empresas de capital aberto é medir o retorno total para o acionista, uma vez que normalmente o investidor não compra o retorno sobre o preço da ação ou debêntures, ele compra ações que possam trazer resultados no longo prazo. Diante disso, além de analisar o P/A nos concentramos no retorno total para o acionista.

Moreira e Planellas (2003, p.3-4) destacam a existência de modelos que relacionam diversificação produtiva e desempenho financeiro. Este modelo sugere que o desempenho melhoraria até um determinado ponto do grau de diversificação, a partir do qual ele começaria a decrescer. Para esses autores, a firma depara-se com um limite em relação à diversificação que pode ser eficientemente gerenciável. Mais ainda, deduz-se que a diversificação relacionada seria melhor em termos de desempenho, seja em comparação a uma alta especialização (focalização) seja frente a uma diversificação conglomerada.

2.2.5 O estudo da diversificação no mercado Latino Americano

Apesar do crescente interesse no assunto a partir de 1998, estudos envolvendo países latinos americanos são escassos e inconclusivos. Alguns autores pesquisaram o comportamento dos conglomerados em países como o Chile, México e Brasil.

Khanna e Palepu (1998, p. 56) realizaram um estudo dos grupos chilenos buscando evidenciar benefícios da diversificação na afiliação de grupos econômicos ou com firmas independentes. As principais evidências deste trabalho foram:

- A rentabilidade sobre o ativo foi em média maior nas empresas que são parte de grupos econômicos do que para firmas independentes;
- Não foi possível ratificar a hipótese do trabalho de que os benefícios da afiliação a um grupo econômico baseado em diversificação conglomerada tenderiam a diminuir com o passar do tempo e,
- Identificou-se uma relação curvilínea entre o grau de diversificação do grupo e seu desempenho.

Moreira e Planellas (2003, p.125) investigaram a experiência de empresas industriais mexicanas no período de 1997 a 2001. A amostra foi composta por 60 empresas e a variável de desempenho adotada foi a taxa de crescimento das vendas. A diversificação foi avaliada pela linha de produto de cada empresa. Os autores encontraram igualmente uma relação curvilínea em “U invertido”, aproximando-se da literatura americana.

No Brasil, Mendes da Silva em 2004 estudou as empresas brasileiras no período de 1997 a 2004 no que se refere à relação entre grau de diversificação e o desempenho financeiro. O desempenho foi estimado em três medidas: taxa de crescimento das vendas líquidas, rentabilidade do ativo total e o chamado “índice Q de Tobin” (valor de mercado da empresa / valor de reposição de ativos). O autor concluiu que:

- Não existe uma relação curvilínea entre o grau de diversificação da companhia e seu respectivo desempenho;
- Em dois anos analisados, o desempenho das empresas diversificadas foi inferior ao das focalizadas.

Khanna e Rivkin (2001, p. 203) ampliaram o estudo sobre diversificação para 14 países, dos quais, cinco latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile, México e

Peru). O estudo foi realizado também somente com empresas industriais. Os autores chegaram às seguintes conclusões:

- Não foram encontradas evidências de desconto de diversificação em onze dos quatorze países, ao contrário, é mais freqüente a evidência de um prêmio de diversificação;
- Em três países, (Índia, Indonésia e Taiwan), constataram-se as evidências robustas de que empresas filiadas a um grupo econômico apresentam maior rentabilidade do que companhias independentes.
- O retorno financeiro de empresas filiadas a um grupo é mais similar com os das suas irmãs do que os retornos obtidos por companhias que não são parte do mesmo grupo.

Como evidenciado, os estudos são escassos, inconclusivos e não convergem a um mesmo resultado. A escolha de variáveis distintas de desempenho e diversificação pode ter influenciado os estudos citados na divergência de seus resultados. De qualquer maneira a existência de resultados financeiros positivos em conglomerados é evidenciada em todos os trabalhos. O que não se identifica é uma relação matemática forte entre grau de diversificação e crescimento econômico quando as fronteiras geográficas são uma variável.

2.2.6 Variáveis de desempenho

“Um dos pressupostos primordiais da teoria do crescimento da firma é o de que a história tem importância” (Penrose, 2006, p. 16). Conhecer a trajetória dessa história em termos financeiros se dá através de indicadores. As métricas usadas para aferir o desempenho ainda não são unânimes no meio acadêmico, no entanto, todas envolvem analisar as informações contábeis da empresa para tomada de decisão financeira. Para avaliar o crescimento das organizações da amostra optou-se por comparar seu desempenho individual com o crescimento do ambiente econômico em que estas estão inseridas. Para isso será utilizada a variável de retorno sobre o patrimônio líquido que é uma medida individual da organização e ao mesmo tempo conhecida do investidor como variável dependente do estudo, as variáveis comparáveis externas serão índices disponíveis na BOVESPA e conhecidos do mercado financeiro.

“As informações para tomada de decisão e avaliação empresarial podem ser internas ou externas. As informações internas são obtidas nas demonstrações financeiras e contábeis da organização e as externas abrangem dados sobre tendências do mercado, ações dos concorrentes, decisões de política econômica e situação do mercado internacional” (LEMES JUNIOR, RIGO & CHEROBIM, 2005). O objetivo da análise das informações internas é identificar a trajetória da empresa, analisar como ela utiliza seus ativos como norte para tendências futuras. As externas serão utilizadas como fonte de comparação com os indicadores de crescimento da organização, situando-a no contexto de mercado.

Os indicadores usualmente empregados na análise de desempenho são divididos em quatro categorias :

- a) Sobrevivência;
- b) Indicadores contábeis de desempenho;
- c) Medidas de criação de valor para os *stakeholders*;
- d) Medida de valor presente líquida.

Para essa análise optou-se pelo índice de alavancagem, que se enquadra na categoria de medida de criação de valor para os *stakeholders*, pois ela mede a capacidade da empresa de utilizar recursos já existentes para melhorar seu desempenho. “Alavancagem é o uso de ativos operacionais e/ou de recursos financeiros com custos e despesas fixas, visando aumentar o retorno dos acionistas” (Lemes, 2002, p.80). Lemes separa a alavancagem em três tipos: operacional, financeira e a combinada sendo esses seus principais conceitos:

- Alavancagem operacional: é o uso dos ativos operacionais, com custos e despesas fixas, com o objetivo de aumentar os lucros antes dos juros e impostos de renda. Nesse cálculo não são considerados os custos e despesas financeiras provenientes da estrutura de capital da empresa. Seu cálculo é: variação percentual dos lucros antes dos juros e imposto de renda dividido pela variação percentual nas receitas.
- Alavancagem financeira: é o resultado da existência de encargos financeiros fixos para aumentar os efeitos de variações nos lucros antes dos juros e imposto de renda sobre o lucro por ações. Calculada pela variação percentual do lucro por ação dividido pela variação percentual do lucro antes dos juros do imposto de renda.

- Alavancagem total: é o uso potencial de custos fixos, operacionais e financeiros para aumentar o efeito das variações nas vendas sobre o lucro por ação. Ela é medida pela relação entre a variação do lucro por ação dividido pela a variação percentual de vendas

O ROE [*Retorno n Equity*] mede a capacidade da empresa em agregar valor a si mesma, utilizando recursos próprios, ou seja, é a medida de quanto ela consegue crescer usando nada além daquilo que ela já tem. Na definição de Lemes o ROE se enquadra na Alavancagem financeira. Esse indicador é freqüentemente utilizado por investidores, acionistas, financeiras e outras entidades para acompanhar o potencial de estabilidade de uma empresa, sendo um elemento de conhecimento bastante disseminado no meio financeiro. O retorno sobre o patrimônio líquido busca indicar a parcela de lucro que sobraria para os acionistas após o pagamento do capital de terceiros.

Desta forma, esse indicador é acompanhado de perto pelos investidores devido à sua ligação direta com lucros, crescimento e dividendos da empresa. Seu cálculo possui variáveis que são divulgadas publicamente pelas sociedades anônimas, não necessitando portanto de informações consideradas “estratégicas” da empresa.

Para calculá-lo multiplica-se a margem líquida pelo seu giro de ativo e pela sua alavancagem financeira. Desta forma o indicador envolve, adicionalmente, de forma marginal três indicadores de desempenho para análise da evolução dos negócios nas empresas estudadas.

A multiplicação da margem líquida de lucro com o giro do ativo total também é conhecida como ROA ou retorno sobre o ativo. O ROA e o ROE são indicadores importantes de lucratividade corporativa. Desdobrando sua equação temos:

$$\text{Margem líquida} = (\text{Lucro Líquido/Vendas}) \quad [1]$$

$$\text{Giro de ativos} = (\text{Vendas/Total de Ativos}) \quad [2]$$

$$\text{Alavancagem Financeira} = (\text{Total de Ativos/Patrimônio Líquido}) \quad [3]$$

Algebricamente falando, a fórmula simplificada é:

$$\text{ROE} = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido} \quad [4]$$

Ou

$$\text{ROE} = [1] \times [2] \times [3]$$

Sua composição é importante, pois permite acompanhar ao longo do período a variação dos indicadores que compõem o ROE e relacionar em termos relativos a variação de qual indicador levou a resultados melhores em termos de retorno sobre o patrimônio. Como cada indicador possui características próprias e são resultados de decisões financeiras distintas, é possível identificar se a variação do ROE se deve a uma melhoria da margem de lucro ou do seu giro de ativo total. Revelando as decisões de financiamento da empresa na avaliação da lucratividade. A análise expandida indica a extensão em que a alavancagem financeira pode aumentar o retorno aos acionistas, o uso de dívida na estrutura de capital "por exemplo" significa que o ROE será sempre maior que o ROA.

A margem líquida mede a eficiência na transformação dos recursos em lucro e conseqüentemente a viabilidade do negócio. Ele é um indicador comparável entre empresas e mesmo setores de atividade, estudos demonstram que empresas de determinado setor dificilmente apresentam rentabilidade líquida fora do intervalo do setor e quando o fazem são devido a estratégias corporativas realmente inovadoras.

O giro do ativo busca mostrar quanto a empresa vendeu por valor investido. Esse indicador pode ser medido utilizando o ativo contabilizado no final do ano ou o ativo médio entre o valor do início ou final de ano. Ele é bastante didático e interessante uma vez que demonstra quanto a empresa vendeu para cada R\$ 1,00 de investimento total.

Com a composição destes índices será possível realizar uma análise mais detalhada do desempenho do grupo de empresas estudadas e verificar pontos em que as empresas de melhor desempenho utilizaram estratégias distintas.

A segunda variável dependente utilizada é o lucro por ação. Segundo Lemes, esta é uma informação aos acionistas e grupos de relacionamento que mostra o quanto a empresa rende para os seus acionistas. "É calculada a partir do lucro líquido disponível aos acionistas ordinários dividido pelo número de ações ordinárias emitidas" (Lemes Junior, p. 69).

Quanto aos indicadores externos, serão utilizados para análise: índice BOVESPA e os indicadores de crescimento do mercado em que estão inseridas as empresas pesquisadas. Esses índices possuem características específicas, no entanto tem algumas características em comum :

- Todos os índices são compostos por um grupo de empresas selecionadas de acordo com a liquidez de seus papéis e frequência de negociações na bolsa;
- A carteira teórica do índice tem uma vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro. Ao final de cada quadrimestre a carteira é reavaliada.
- Para participar dos índices as ações devem cumprir simultaneamente alguns requisitos que basicamente são:
 - Não possuem nenhuma pendência judicial ou processo de solvência ou recuperação judicial;
 - Inclusão em uma relação de ações cujo índice de negociabilidade somados representem 98% do valor acumulado de todos os índices individuais;
 - Participação em termos de presença em pregão igual ou superior a 95% no período de 12 meses.

2.2.7 IBOVESPA - Índice BOVESPA

“O acompanhamento do mercado representado pela BOVESPA é realizado através de um índice criado em 1968, denominado IBOVESPA” (Lemes Junior, 2002. p. 325). O IBOVESPA é o mais importante indicador do desempenho médio das ações no mercado brasileiro. Esse indicador é formado por uma carteira de ações que em conjunto representam 80% do volume transacional a vista na BOVESPA nos doze meses anteriores à montagem da carteira. Essa carteira é revista a cada quadrimestre e alterada quando necessário para assegurar que todos os papéis integrantes dela representem 80% do volume transacional. Esse índice é divulgado pela bolsa de valores de São Paulo. Segundo o site da BOVESPA, sua relevância advém do fato do IBOVESPA retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a

integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

A composição do índice é bastante simples, é o valor atual, em moeda corrente de uma carteira teórica de ações escolhida pela primeira vez em 02/01/1968 a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras. Desta forma o índice reflete não apenas as variações de preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.

Segundo o site da BOVESPA, o IBOVESPA é considerado um indicador extremamente confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado. “O índice BOVESPA representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas e o perfil das negociações a vista observada nos pregões da BOVESPA”. www.bovespa.com.br

2.2.8 IBrX50 – Índice Brasil 50

O IBrX-50 (Índice Brasil 50) mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez, ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre o futuro e opções sobre índice). Este indicador possui as mesmas características do IBrX Índice Brasil, no entanto esse último é composto por 100 ações.

Os critérios de escolha das ações são basicamente os mesmos já descritos acima. A BOVESPA calcula o IBrX-50 ao longo do período regular de negociação, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote padrão) com ações componentes de sua carteira.

2.2.9 IEE – Índice de Energia Elétrica

Os índices setoriais têm o objetivo de oferecer uma visão segmentada do comportamento dos mercados de ações. Eles são em geral constituídos pelas empresas abertas mais significativas de setores específicos, representando uma medida do comportamento agregado do segmento econômico considerado. Esse tipo de índice existe há anos nos mercados internacionais. O IEE (Índice de Energia Elétrica) foi o primeiro índice setorial criado pela BOVESPA. Foi lançado em 1996 com o objetivo de medir o desempenho do setor de energia elétrica e promover o desenvolvimento do mercado acionário e de sua liquidez, criando novas oportunidades de negócios para as corretoras e os investidores. Os índices setoriais possuem algumas peculiaridades na metodologia de cálculo devido à sua característica específica de representar um determinado setor.

O IEE é calculado utilizando o método de igual ponderação por empresa, de forma a assegurar que cada ação componente do índice seja igualmente representada em termos de valor na carteira do índice. Para isso faz-se uma simulação de aplicação inicial de R\$ 10.000,00 em cada empresa componente do índice a preço de mercado. A partir desta aplicação estabeleceu-se para cada empresa a quantidade de ações de sua emissão que integraria o índice arredondando para o lote padrão mais próximo. A carteira foi montada em 29 de dezembro de 1994 e para assegurar que as empresas continuem participando de forma igualitária são realizados balanceamentos quadrimestrais (abril, agosto e dezembro).

No caso deste índice específico a liquidez não é um dos critérios utilizados para verificação das ações que compõem a carteira por tratar-se de um índice setorial e haver disparidades no padrão de negociabilidade. No entanto o segundo critério geral permanece, ou seja, o índice é composto pelas ações do setor que registraram presença em pelo menos 80% dos pregões e que em 80% desses pregões tenham registrado pelo menos dois negócios.

A divulgação deste índice diariamente ocorre somente após a abertura de pelo menos 60% dos papéis componentes de sua carteira. Esse procedimento, segundo o site da BOVESPA, visa assegurar a representatividade ao índice de abertura.

2.2.10 Índice MOB

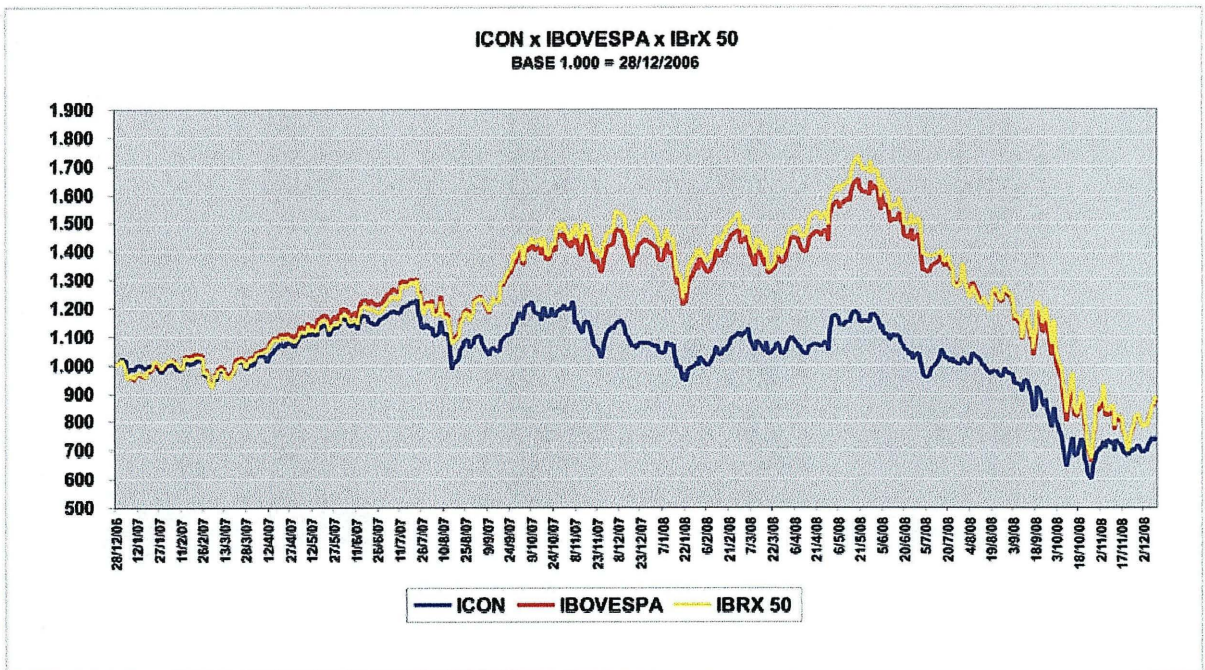
O índice BM&FBOVESPA Imobiliário (IMOB) tem por objetivo oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas representativas dos setores da atividade imobiliária compreendidos por construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis. Esse indicador começou a ser medido em 2007.

2.2.11 ICON – Índice de Consumo

Esse índice tem como objetivo oferecer uma medida do comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico. A metodologia utilizada para o cálculo dele, realizando ajustes necessários de modo a assegurar que o índice reflita não somente a variações das cotações da ação, mas o impacto da distribuição de proventos faz com que o ICON seja considerado um índice que avalia o retorno total das ações componentes de sua carteira.

A BM&BOVESPA calcula esse índice em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista, com ações componentes de sua carteira.

O ICON é um índice bastante interessante para este trabalho uma vez que as empresas que constituem o processo são de consumo cíclico. No entanto, existe o limitador de que esse índice começou a ser medido sistematicamente a partir de 2006, não oferecendo dados anteriores. O gráfico a seguir demonstra que a variação do índice no período é muito próxima, em tendência, do IBrX50 e do IBOVESPA.



Fonte: www.bmfbovespa.com.br

2.2.12 INDX – Índice do Setor Industrial

O Índice do Setor Industrial foi criado pela BOVESPA em parceria com a FIEP com o objetivo de medir o desempenho das ações mais representativas do setor industrial. Sua carteira teórica é composta pelas ações mais negociadas na BOVESPA em termos de liquidez e são ponderadas na carteira pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

A BOVESPA calcula o índice diariamente ao longo do período regular de negociação considerando o preço dos últimos negócios realizados no mercado a vista.

Crítérios para inclusão na carteira:

- a) Ser emitida por uma empresa classificada em um dos subsegmentos do setor industrial com registro de negociação na BOVESPA;
- b) Ser uma das 150 ações com maior índice de negociabilidade apurados nos doze meses anteriores à formação da carteira;
- c) Ter sido negociada em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 ESPECIFICAÇÃO DO PROBLEMA

O propósito deste estudo é verificar se a estratégia de diversificação traz resultados crescentes de retorno sobre o patrimônio líquido para as organizações, através do acompanhamento dos seus documentos contábeis publicáveis. Desta forma a questão que fundamenta essa pesquisa é:

A diversificação do negócio é uma estratégia rentável nas empresas brasileiras em termos de evolução do retorno sobre o patrimônio líquido quando comparado com os indicadores de desempenho do mercado no mesmo período?

3.2 PERGUNTAS DE PESQUISA

Considerando a questão da pesquisa já apresentada, ela será conduzida e orientada pelas seguintes questões adicionais:

- Qual é a evolução do Retorno sobre o Patrimônio Líquido das empresas com diversificação caracterizada por mais de um negócio distinto?
- A evolução do ROE é visualizada na evolução do lucro por ação?
- Qual foi a evolução dos indicadores de mercado de capitais no mesmo período?

3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A amostra utilizada para esse estudo é composta pelas empresas listadas na BOVESPA com características de conglomerados ou diversificação horizontal. Todas as empresas foram pesquisadas quanto às suas atividades fins bem como empresas controladas. O estudo foi através da composição do capital social das

empresas controladas pesquisando individualmente a composição do capital social e a área de atuação das empresas controladas.

O principal motivador em estudar sociedades anônimas foi o interesse em conhecer as informações disponíveis das empresas que atuam ativamente no mercado de capitais, o acesso facilitado às informações contábeis (disponível no site da BOVESPA), e pelo sistema de informações mais detalhado relativo ao desempenho das empresas.

Em dezembro de 2008 haviam 568 empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo. Dessas, foram selecionadas primeiramente 162 empresas através da pesquisa de sua composição de capital. Foram segregadas todas as empresas com mais de uma pessoa jurídica na composição de capital. Dessa amostra foi analisada a atividade fim de cada controlada e então a amostra ficou reduzida a 63 empresas com negócios não relacionados, em maior ou menor grau, para uma análise detalhada. A diferença de 162 para 63 foi de empresas que possuíam um nível de diversificação em negócios relacionados, efetivamente focadas (mas com estrutura de capital pulverizada), empresas com participações, mas não produtivas, ou ainda diversificadas em negócios financeiros, o que não é foco do trabalho.

Dessas 63 empresas selecionadas, somente 53 dispunham de dados consolidados disponíveis no período selecionado, sendo portanto a amostra final. As empresas estudadas se resumem às da Tabela 1.

Os dados foram retirados do site da BOVESPA (www.bovespa.com.br) envolvendo o período de 1998 a 2007.

CLASSIFICAÇÃO SETORIAL	NOME FANTASIA
AGROPECUÁRIA	Renar Macas S.A.
ALIMENTOS PROCESSADOS	Cosan S.A.
	Minerva S.A.
	Sadia S.A.
BENS INDUSTRIAIS	WLM Indústria e Comércio S.A.
CONSTRUÇÃO CIVIL	Abyara Planejamento Imobiliário S.A.
	Andrade Gutierrez Concessões S.A.
	Andrade Gutierrez Participações S.A.
	Bahema S.A.
	Camargo Correa Desenv. Imobiliário S.A.
	Capitalpart Participações S. A.
	Cia Habitasul de Participações

	Battistela Adm. e Participações S.A.
	Rodobens Negócios Imobiliários S.A.
ELETRODOMÉSTICOS	Springer S.A.
	Whirpool S.A.
ENERGIA ELÉTRICA	Ampla Energia e Serviços Ltda.
	Bonaire Participações S.A.
	Bradespar S.A.
	Inepar Energia S.A.
	Mpx Energia S.A.
HOLDING DIVERSIFICADA	Alfa Holding S.A.
	GP Investimentos
	Selectpart Participações S.A.
HOTELARIA E RESTAURANTE	Garuda S.A.
LOGÍSTICA	lochpe-Maxion S.A.
	LLX Logística S.A.
	Trevisa Investimentos S.A.
	Trisul S.A.
MADEIRA E PAPEL	Duratex S.A.
MINERAÇÃO	MMX Mineração e Metálicos S.A.
PAPEL E CELULOSE	Aracruz Celulose S.A.
	Celulose Irani S.A.
	Klabin S.A.
	Monteiro Aranha S.A.
	Suzano Holding S.A.
	Suzano Papel e Celulose S.A.
	Votorantim Celulose e Papel S.A.
QUÍMICOS	GPC Participações S.A.
	GPC Investimentos S.A.
	OGX Petróleo e Gás participações S.A.
	QGN Participações S.A.
	Ultrapar Participações S.A.
	Vicunha Siderurgia S.A.
SAÚDE	Tempo Participações S.A.
TECIDO E VESTUÁRIO	Empresa Nec com Credito Imob. Encorpar
	Mundial S.A Produtos de Consumo
	Renner Participações S.A.
	Vicunha Têxtil S.A.
	Wembley Sociedade Anônima
TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	Gama Participações S.A.
TELECOMUNICAÇÕES	Zain Participações S.A.

Tabela 1 – Relação de empresas da amostra

3.4 MODELO CONCEITUAL

O modelo conceitual a ser aplicado será a análise do:

- Indicador financeiro Retorno sobre o Patrimônio Líquido ou Return on Equit – ROE. Esse indicador é sugerido por Anderson ET AL (2000) e Mendes-da-Silva e Magalhães filho em seu estudo sobre a diversificação no Brasil;
- Relação de evolução do ROE e Lucro por ação.
- Índices IBOVESPA e IBrX50 para análise comparativa de evolução com o ROE. Esses índices serão coletados do site da BOVESPA.

3.5 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O presente trabalho se enquadra em um estudo quantitativo. Foram realizadas análises de médias, utilizando dados coletados dos documentos contábeis divulgados, para apuração dos indicadores de desempenho. Os indicadores foram utilizados como mediadores do estudo, que se deu através do uso de mensuração e observação, adotando estratégias de investigação como a coleta de dados e instrumentos pré-determinados que geraram dados estatísticos. Foi, portanto, um estudo *ex post facto*, não existindo inferência do pesquisador nos dados, não podendo de forma alguma serem modificados.

Em relação aos objetivos da pesquisa, trata-se de uma pesquisa descritiva que possui como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou mesmo o estabelecimento de relações entre variáveis (BARROS & LEHFELD, 1989; GIL, 1999; MALHOTRA, 2001).

Em termos de procedimento, foi realizada uma análise documental, utilizando-se de informações disponíveis não tratadas que foram transformadas em indicadores de análise estatística.

Portanto, a pesquisa pode ser classificada como: estudo descritivo, correlacional e quantitativo, com procedimento de pesquisa através de análise documental.

A pesquisa está dividida em duas partes, primeiramente a coleta dos dados relevantes para o cálculo dos indicadores propostos e a coleta de dados históricos

dos indicadores comparativos, bem como o cálculo dos indicadores. Na segunda parte, foram feitas as análises comparativas dos indicadores individuais de cada organização e dos indicadores específicos de mercado e índice BOVESPA.

3.6 DESCRIÇÃO DOS INSTRUMENTOS E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Os dados referentes às variáveis de desempenho foram coletados do site da BOVESPA (Balanço Patrimonial, Demonstrativos de Resultado, Notas explicativas) através dos Relatórios de Informações Anuais [IAN] que as empresas remetem à Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. O cálculo dos indicadores foi feito através de planilhas eletrônicas. Algumas informações adicionais foram coletadas dos sites das empresas pesquisadas.

As análises foram realizadas através de acompanhamento de tendência dos indicadores e média. Após a coleta de dados verificou-se a existência de valores extremos que poderiam prejudicar os resultados das pesquisas. Depois de identificados, esses dados foram comentados e retirados das análises que envolviam a média geral da amostra.

4 ANÁLISE DE DADOS

4.1 ANÁLISE COMPARATIVA DOS ÍNDICES

Considerando o universo da amostra, verifica-se que o crescimento do ROE ao longo do período estudado é superior ao crescimento do IBOVESPA. A média de crescimento da amostra foi de 355% comparativamente a um crescimento do IBOVESPA de 268%. Para fins dessa análise, considera-se crescimento a variação percentual entre o indicador calculado no início do estudo, 1997 e em 2007. Nesse sentido, dentro dessa amostra existem empresas com ganhos muito superiores à média. São os valores extremos (outliers). Observou-se que as empresas com essa característica concentram-se nas áreas de construção civil, papel e celulose.

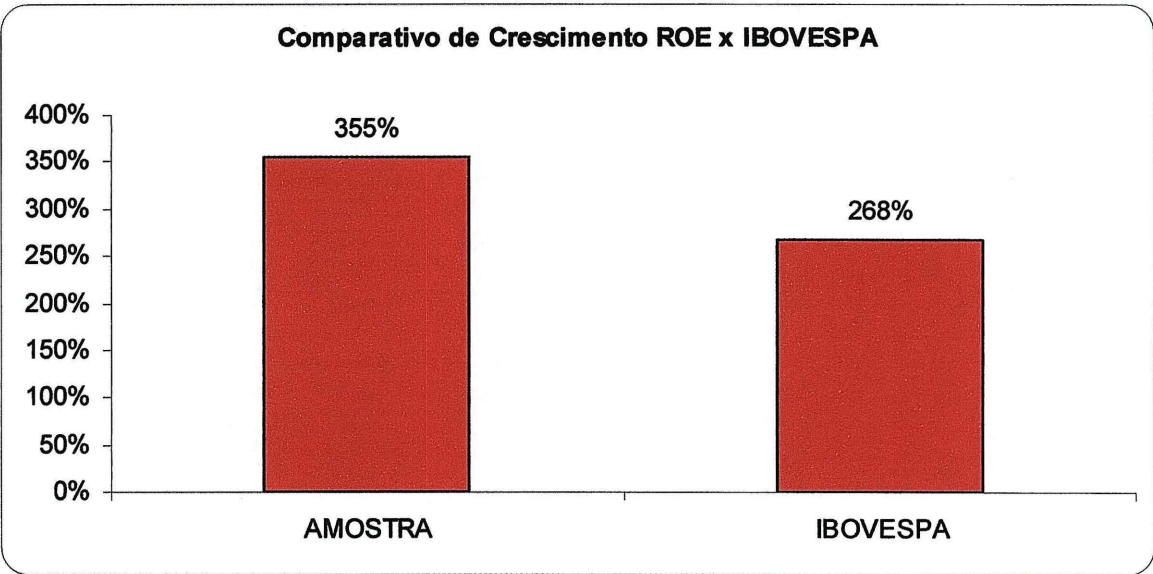


Gráfico 1 – Comparativo de Crescimento entre Amostra pesquisada e o IBOVESPA

Dentro dessa amostra, o percentual de empresas que obtiveram resultados crescentes de ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido), foi de 74%. Dentre elas, 41% apresentaram o melhor desempenho em termos de variação do ROE, em 2007. Os setores de: bens industriais, eletrodomésticos, energia elétrica, hotelaria, logística, madeira, mineração, papel e celulose, saúde, tecnologia da informação e telecomunicações obtiveram em 100% das empresas contidas em cada grupo, resultados crescentes. Essas empresas ficaram assim distribuídas:

- Bens industriais: a empresa classificada nessa área apresentou um crescimento de ROE na ordem de 207%. O índice industrial INDX – Índice de Desempenho do Setor Industrial - comparativo desse setor, cresceu no mesmo período 431%, demonstrando que as empresas atuantes nessa área acompanharam a tendência positiva do setor. A WLM (única empresa contida nesse grupo) atua na produção e comercialização de produtos agrupados em diversas atividades. São elas: **Setor automotivo** - através de concessionárias de veículos da marca Scania: Equipo Máquinas e Veículos Ltda., Itaipu Máquinas e Veículos Ltda., Quinta Roda Máquinas e Veículos Ltda. e Itaipu Norte Comércio de Máquinas e Veículos Ltda, **Bovinocultura de corte** - através da Fartura Agropecuária S.A., Agropecuária São Sebastião do Araguaia S.A. e Itapura Agropecuária Ltda e **Cafeicultura** - através da Itapura Agropecuária Ltda.
- Eletrodomésticos: o indicador utilizado para medir o crescimento dessa área de atuação foi o INDX. O crescimento do indicador nesse período foi de 431% comparativamente ao ROE das empresas desse setor de 89% em média. É importante salientar que a área de eletrodomésticos também é fortemente afetada pelo consumo e o indicador de crescimento de empresas de consumo ICON – Índice de Consumo apresentou uma queda de 30%. Logo, fazendo uma extrapolação entre os dois indicadores, chegamos a um crescimento médio de 230%, ainda assim muito acima do desempenho apresentado pelas empresas desse setor.
- Energia Elétrica: o ROE das empresas diversificadas classificadas nessa área de atuação obteve um crescimento de 694%, comparativamente ao IEE [Índice de Energia Elétrica] que apresentou um crescimento de 449% no mesmo período.
- Hotelaria e Restaurante: representada nessa amostra por apenas uma empresa, a Garuda, atuante na área de *fast food* e restaurantes. Sua principal controladora é a Casa do Pão de Queijo. Esta empresa apresentou uma variação positiva do ROE de 204% contra uma queda do indicador de consumo de 30% no mesmo período.

- Logística: a área de logística cresceu 431% enquanto as empresas participantes deste setor cresceram em termos de retorno sobre o patrimônio líquido 174% em média. Apesar da discreta variação, é importante observar que as empresas deste grupo foram as que apresentaram percentuais individuais mais próximos da média, 181% da lochpe-Maxion e 168% da Trevisa.
- Mineração: a empresa integrante dessa área, MMX cresceu 580% contra 431% do índice comparativo para esse setor (INDX).
- Papel e Celulose: a área de papel e celulose aqui medida pelo indicador INDX cresceu 431% enquanto as empresas participantes deste grupo apresentaram um crescimento de ROE da ordem de 871% em média. Nesse grupo observamos que as empresas se dividem em três níveis de crescimento. As duas grandes empresas do ramo Klabin e Votorantim apresentaram crescimento de ROE na ordem de 1476% em média, puxando para cima a média do grupo enquanto as empresas de porte menores (Aracruz, Irani e Suzano) apresentaram crescimento do ROE na ordem de 569%, puxando a média para baixo.
- Tecnologia da Informação e Saúde: Estas duas áreas tiveram crescimento da ordem de 50% para um indicador de crescimento de consumo de -30%. Obtiveram portando um resultado discreto, mas positivo.

Dessa análise conclui-se que:

- da amostra de empresas dos grupos que em sua totalidade apresentaram crescimento, somente sete empresas concentradas em três áreas de atuação apresentaram crescimento superior aos seus indicadores comparativos, sendo que dessas áreas, a de papel e celulose foi a que mais cresceu. Esse setor apresentou grande demanda no ano de 2003 e teve um crescimento bastante expressivo também em 2007 (www.bndes.gov.br/conhecimento). Essa área é predominantemente diversificada tanto horizontalmente como verticalmente, não possuindo uma característica pura de conglomerado, sendo na realidade uma diversificação concêntrica.

- Quando comparamos o crescimento das empresas com o IBOVESPA, percebemos que o número de empresas com crescimento superior ao índice cai de sete para três empresas, distribuídas nas áreas de papel e celulose e de eletrodomésticos.

A área de papel e celulose vem crescendo continuamente nos últimos quinze anos, a taxa média para o crescimento anual foi de 3,6% ao ano nos anos 80. A previsão para 1995 a 2005 foi uma taxa anual média de 3,3%. As produtoras de papel e celulose se destacaram pelo aumento da capacidade de produção, devido a forte demanda mundial, o baixo nível de estoques e a escassez de matéria-prima dos países do primeiro mundo. Segundo dados da BOVESPA a demanda por celulose de eucalipto cresceu 22% até março de 2008, em relação ao mesmo período do ano passado. Ao contrário de uma expansão da oferta, houve fechamento de fábricas na Europa e na América do Norte. Na Ásia a demanda por papel e papelão aumentou em 37% em dois anos. Na China esse crescimento foi de 47% e esse país é o segundo maior mercado de papel do mundo. A distribuição do consumo mundial é de 223 milhões de toneladas ao ano, sendo 40% na América do Norte, 25% na Europa, 8% na América Latina e 27% nos outros continentes (Informativo Aracruz, 1Tr08).

O mercado brasileiro de papel e celulose é controlado basicamente pelo grupo Votorantim de Papel e Celulose e a Família Safra, que controlam também a Aracruz. Em conjunto o Grupo Votorantim obteve um crescimento do ROE superior ao índice industrial (www.bndes.gov.br/conhecimento).

4.2 ANÁLISE PELA DISPERSÃO DOS VALORES

A análise pela dispersão dos dados tem como objetivo identificar o comportamento em termos de frequência e nível de crescimento do ROE na amostra. Como frequência entende-se a quantidade de empresas que se encontram em um mesmo nível de crescimento e participam nesse sentido de um mesmo grupo.

Colocando a totalidade da amostra em termos gráficos, observa-se que a maioria das empresas apresentou crescimento do ROE (gráfico 2). Naturalmente

existem pontos fora da média, como a Rodobens com uma variação de ROE extremamente alta comparativamente às demais empresas da amostra.

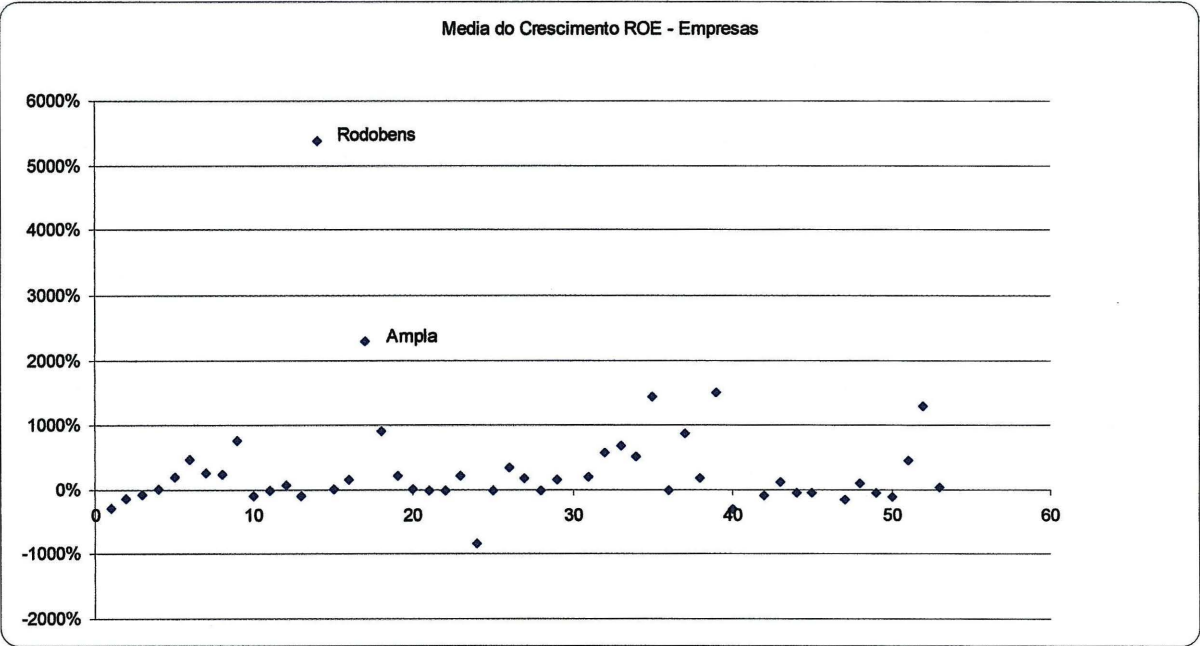


Gráfico 2 – Crescimento do ROE – Gráfico de Dispersão

No gráfico 2 é possível observar que das 53 empresas estudadas, duas possuem resultados excepcionais de crescimento do ROE : a Rodobens (empresa do ramo de construção civil) e a Ampla (empresa atuante na área de energia elétrica). Para efeito deste trabalho considera-se crescimento a média percentual entre o indicador ROE em 1997 e 2007.

A Ampla entrou no mercado de capitais em 2005 e a Rodobens em 2004. O histórico contábil da Ampla apresenta aumentos significativos de Patrimônio Líquido crescente e linear. Nos anos de 2006 e 2007 a empresa apresentou um crescimento de faturamento de 8%, com crescimento de 31% no lucro líquido. O maior crescimento da Ampla no indicador de ROE foi em 2006, mantendo o mesmo valor em 2007.

A Rodobens praticamente dobrou seu patrimônio líquido em 2007, bem como suas vendas e o lucro líquido. Isso se deve ao setor em que atua, de comércio imobiliário, que com o cenário favorável desde 2005 através de incentivos do governo junto à construção civil e ao sistema financeiro de habitação vem encontrando ambiente fértil de crescimento (www.bovespa.com.br).

Comparando-se o lucro por ação com o desempenho do ROE dessas duas empresas verificou-se que:

- A evolução do lucro por ação da empresa Rodobens apresentou uma inclinação tão expressiva quanto o ROE. O preço das ações dessa companhia também não apresentou crescimento, uma vez que em Dez/2006 sua cotação média foi de R\$ 20,87 por ação e em dez/2007 19,64, uma queda de R\$ 4,94 no preço por ação.

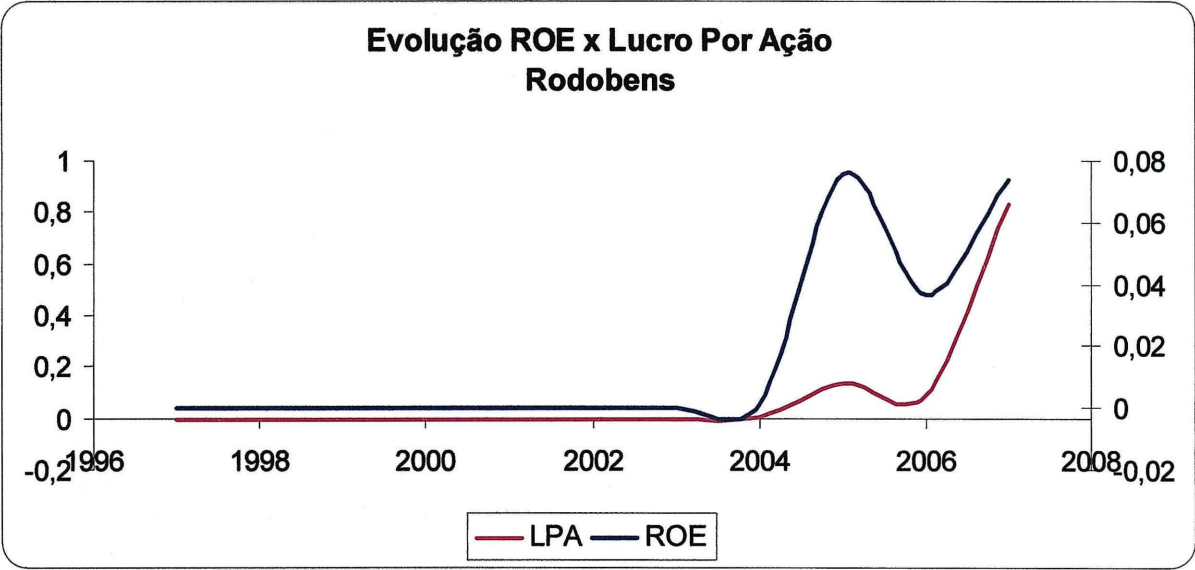


Gráfico 3 – Evolução ROE x Lucro por Ação – Rodobens

- A evolução do lucro por ação da Ampla acompanha em tendência o ROE. Nessa empresa foi observado um crescimento expressivo no preço por ação da companhia. A empresa abre seu capital com uma cotação de R\$ 2,95 em 2005, e em Dez/2007 sua cotação estava em R\$ 30,84, um ganho de 945,42%.

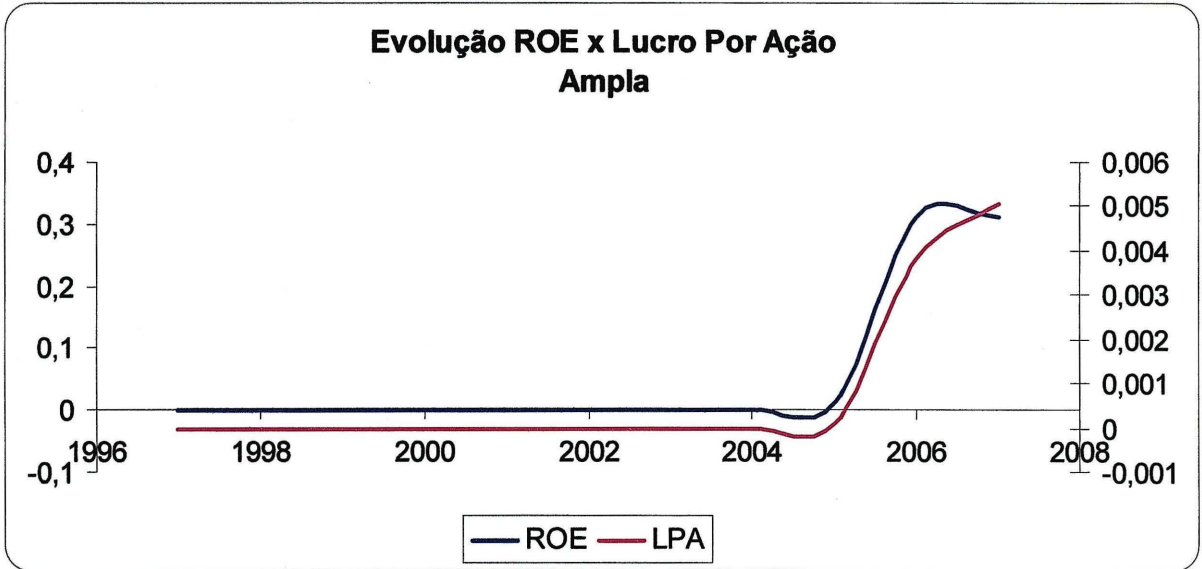


Gráfico 4 – Evolução ROE x Lucro por Ação - Ampla

Retirando-se a Rodobens e Ampla da análise, é possível observar uma variação de crescimento em torno de 100%. Da amostra selecionada, 13 empresas perderam valor durante o período estudado, não apresentando uma variação média de ROE positiva e sim negativa. Essa quantidade corresponde a 24,5% da amostra. A média de perda de valor das empresas que ficaram com resultados negativos foi de 163%:

- Renar: -217%, empresa do ramo agropecuário;
- GP Participações: -834%, empresa do setor químico;
- GPC: -290,3%, empresa do setor químico;

Retirando essas empresas da amostra, a média de variação cai para -80%.

O restante das empresas (40) apresentou crescimento, ou seja, a variação média entre o ROE de 2007 e 1997 foi acima de zero. A média de crescimento, considerando todas as empresas foi de 412%, ou seja, as empresas que cresceram, apresentaram um crescimento 2,5 vezes maior que as empresas que perderam valor no mesmo período.

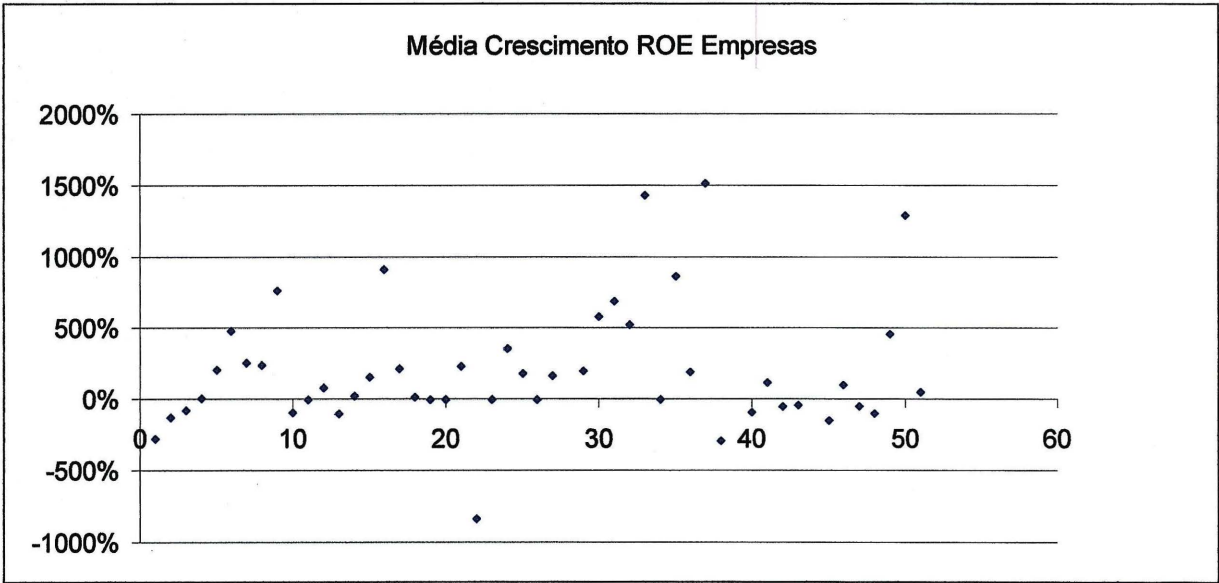


Gráfico 5 – Crescimento ROE sem Rodobens e Ampla

No gráfico 5 foram retiradas as empresas Rodobens e a Ampla que apresentaram crescimentos acima da media das empresas da amostra. Excluindo-se os dados dessas empresas, é possível separar o restante da amostra em quatro faixas de desempenho das empresas. A grande maioria fica entre 0% e 500% de variação do retorno sobre o patrimônio líquido, representando praticamente 72% da amostra, um segundo grupo fica em uma faixa de 500% a 1000%, representando 11% da amostra e apenas três empresas supera essa faixa chegando a variações de crescimento de até 1500%.

A distribuição das empresas em torno do seu desempenho em termos de retorno sobre o patrimônio líquido ocorre conforme o gráfico 6. Nessa configuração identificam-se três grupos de desempenho distintos:

Grupo	Faixa de Crescimento ROE
1	-1000% a -50%
2	-50% a 50%
3	> 50%

O grupo 1 é composto por empresas cujo desempenho se apresenta bastante negativo. O grupo 2 por empresas que mantiveram retorno próximo de 0% e o grupo 3 por empresas com resultados considerados excepcionais e acima da média.

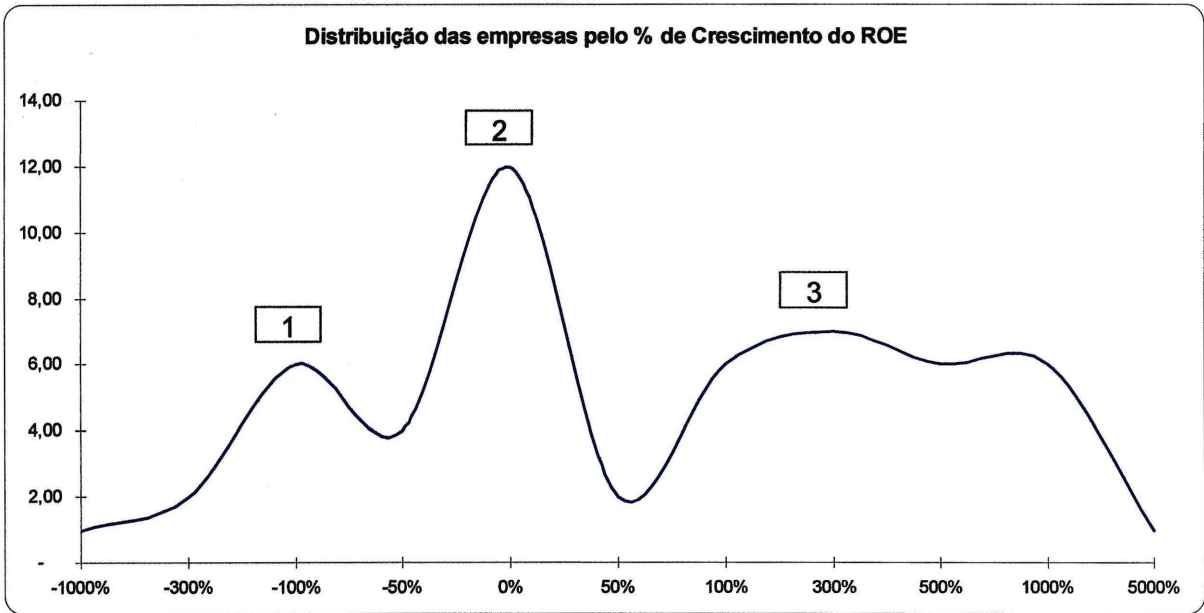


Gráfico 6 – Distribuição entre quantidade de empresas e evolução ROE

Analisando a distribuição por grupo de empresas, observa-se que as empresas do grupo 1 não pertencem a um setor predominante. Sendo de diversos setores, a hipótese de que essas empresas tenham historicamente um desempenho ruim devido à situação econômica desfavorável para seus setores de atuação predominante é pouco provável. Estima-se que o seu desempenho negativo se deve principalmente ao desempenho individual da gestão da empresa do que consequência de uma situação econômica ou externa de um determinado setor.

As empresas que foram classificadas no grupo 1 são:

ÁREA DE ATUAÇÃO	DESCRIÇÃO	% CRESC. ROE
AGROPECUÁRIA	RENAR	-277%
ALIMENTOS PROCESSADOS	COSAN S.A.	-121%
CONSTRUÇÃO CIVIL	GRUPO BATTISTELA	-99%
CONSTRUÇÃO CIVIL	CAMARGO CORREA	-93%
QUÍMICOS	GPC PARTICIPAÇÕES	-834%
QUÍMICOS	GPC INVESTIMENTOS	-290%
QUÍMICOS	QGN	-95%
TECIDO E VESTUÁRIO	ENCORPAR	-148%
TECIDO E VESTUÁRIO	VICUNHA TÊXTIL	-100%

Nesse grupo encontra-se a GPC Participações com o pior desempenho, um desempenho negativo de 834% (variação percentual entre o ROE em 1997 e em

2007) sendo seu pior ano o de 2007. Essa empresa apresenta resultados decrescentes de ROE desde 2005, sendo 2004, seu ano de melhor desempenho conforme observado abaixo:

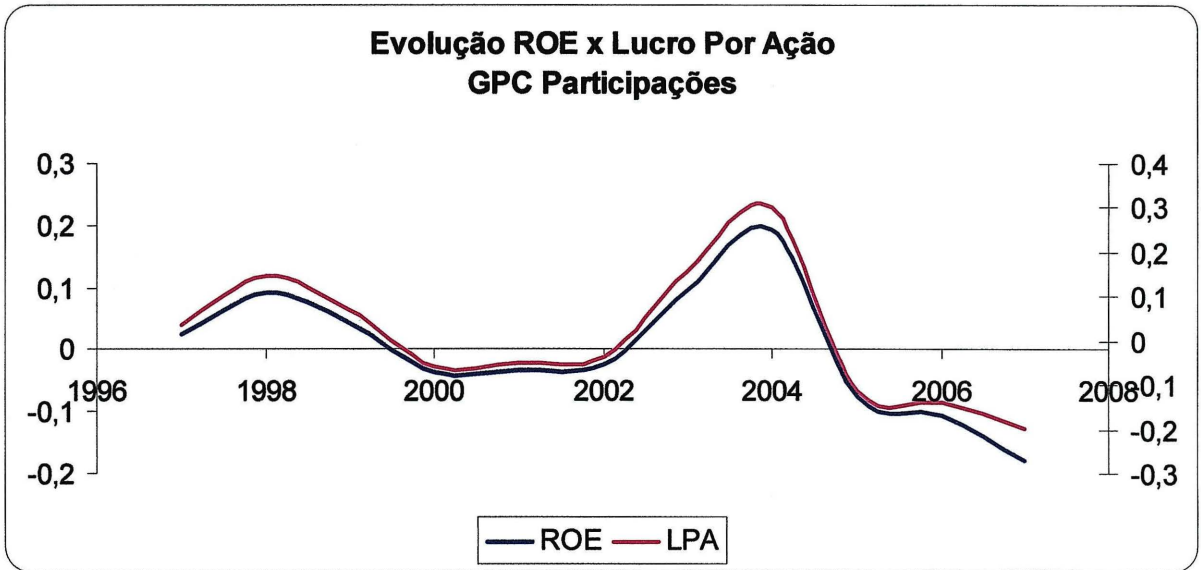


Gráfico 7 – Evolução ROE x Lucro por Ação – GPC Participações

Com características de um conglomerado autêntico, atua predominantemente na área química, possuindo 89% do seu capital em atividades dessa área. Ela é uma empresa nacional, sem participação de empresas estrangeiras. Em seu portfólio de atividades estão: resinas termofixas para indústria de painéis, formol e vernizes para assoalhos, fabricação de tubos de aço para atender o mercado de petróleo e gás, exploração de borracha e fabricação de pneus, exploração de atividades agrícola e pecuária e metanol.

Nos últimos dois anos a empresa perdeu participação no mercado exportador resultando em perdas de faturamento e mesmo o aumento de suas atividades no país não conseguiu compensar essa perda. A área de tubos de aço e borracha foram as que trouxeram para a companhia os resultados mais negativos (www.bovespa.com.br). Suas cotações no mercado de ações possuem dois momentos marcantes, no período de 2006 e 2007 sua cotação flutuava em torno de R\$ 1,00/ação, em 2007 esse valor dobra, passando a R\$ 2,00/ação. O mercado não percebeu como risco a queda de desempenho dessa companhia no mesmo período. Suas ações começaram a cair somente em 2008.

As empresas estudadas atuantes no setor químico de um modo geral apresentaram resultados negativos em especial nos últimos dois anos do período estudado, coincidindo com os efeitos da crise mundial atual.

No grupo 2 encontra-se o restante das empresas atuantes do setor químico dentre outros. Nesse grupo o resultado mais negativo foi da Minerva, uma empresa atuante na área de alimentos processados e o resultado mais positivo da empresa Cia Habitasul, atuante na área de construção civil. Esse grupo também é constituído de empresas atuante em áreas distintas.

ÁREA DE ATUAÇÃO	EMPRESA	% CRESC. ROE
ALIMENTOS PROCESSADOS	MINERVA	-72%
ALIMENTOS PROCESSADOS	SADIA	8%
CONSTRUÇÃO CIVIL	CAPITAL PART.	0%
CONSTRUÇÃO CIVIL	CIA HABITASUL	79%
ELETRODOMÉSTICOS	SPRINGER	21%
ENERGIA ELÉTRICA	MPX ENERGIA	0%
ENERGIA ELÉTRICA	INEPAR	18%
HOLDING DIVERSAS	ALFA HOLDING S.A.	-3%
HOLDING DIVERSAS	SELECTPART	0%
LOGÍSTICA	LLX	0%
LOGÍSTICA	TRISUL	0%
PAPEL E CELULOSE	MONTEIRO ARANHA	0%
QUÍMICOS	ULTRAPAR	-50%
QUÍMICOS	VICUNHA SID.	-45%
QUÍMICOS	OGX PETRÓLEO	0%
SAÚDE	TEMPO	0%
TECIDO E VESTUÁRIO	RENNER	-51%
TELECOMUNICAÇÕES	ZAIN PARTICIPAÇÕES	47%

No grupo 3, onde temos as empresas com indicadores bastante positivos, os setores predominantes são: papel e celulose, construção civil e energia elétrica, com atuações que extrapolam em muito a média dos indicadores setoriais. Esse é o caso da Rodobens na área de construção Civil, da Ampla na área de energia elétrica, a Klabin e o Grupo Votorantim na área de papel e celulose e a Gama na área de tecnologia da informação.

Uma característica comum das empresas equiparadas a “*Premium Conglomerate*” é que são empresas de estruturas operacional, gerencial e de capital robustas. Conglomerados que atuam em áreas que necessitam de investimentos volumosos para efetuar mudanças tanto em produtos como em mercados possuem adicionalmente resultados mais significativos.

ÁREA DE ATUAÇÃO	EMPRESAS	% CRESC. ROE
BENS INDUSTRIAIS	WLM	206%
CONSTRUÇÃO CIVIL	AG PARTICIPAÇÕES	245%
CONSTRUÇÃO CIVIL	AG CONCESSÕES	262%
CONSTRUÇÃO CIVIL	ABYARA	483%
CONSTRUÇÃO CIVIL	BAHEMA	766%
CONSTRUÇÃO CIVIL	RODOBENS	5384%
ELETRODOMÉSTICOS	WHIRPOOL	156%
ENERGIA ELÉTRICA	BRADSPAR	220%
ENERGIA ELÉTRICA	BONAIRE	919%
ENERGIA ELÉTRICA	AMPLA	2312%
HOLDING DIVERSAS	GP INVESTIMENTOS	234%
HOTELARIA E RESTAURANTE	GARUDA	360%
LOGÍSTICA	TREVISIA	168%
LOGÍSTICA	IOCHPE-MAXION	181%
MADEIRA E PAPEL	DURATEX	203%
MINERAÇÃO	MMX	580%
PAPEL E CELULOSE	SUZANO PAPEL E CEL	192%
PAPEL E CELULOSE	CEL IRANI	522%
PAPEL E CELULOSE	ARACRUZ	694%
PAPEL E CELULOSE	SUZANO HOLDING	867%
PAPEL E CELULOSE	KLABIN	1435%
PAPEL E CELULOSE	VOTORANTIM CEL.	1517%
QUÍMICOS	QGN PARTICIPAÇÕES	113%
TECIDO E VESTUÁRIO	MUNDIAL	103%
TECIDO E VESTUÁRIO	WEMBLEY	459%
TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	GAMA PARTICIPAÇÕES	1294%

Nesse contexto o interesse está voltado às empresas cujas áreas participaram dos dois grupos extremos, 1 e 3. Em especial nas áreas de papel e celulose, que é um setor cujas empresas obtiveram resultados positivos expressivos, a área de construção civil que apresenta extremos em termos de resultados, e tecidos e vestuários onde 50% das empresas do setor (na amostra apresentada) obtiveram resultados muito positivos e 50% com resultados muito negativos.

4.3 ANÁLISE POR CLASSIFICAÇÃO SETORIAL

Anteriormente foi analisado o desempenho da amostra em geral, envolvendo as empresas de todos os grupos setoriais.

Quando integradas aos seus grupos setoriais, verifica-se que:

- As empresas com maior evolução do patrimônio líquido concentram-se em algumas áreas: construção civil, energia elétrica, papel e celulose e tecnologia da informação;

- Os setores com empresas de desempenho superior possuem resultados muito mais significativos do que as de resultados negativos.
- As empresas com resultados negativos apresentam tendência positiva, ou seja, de recuperação do retorno sobre o patrimônio líquido.

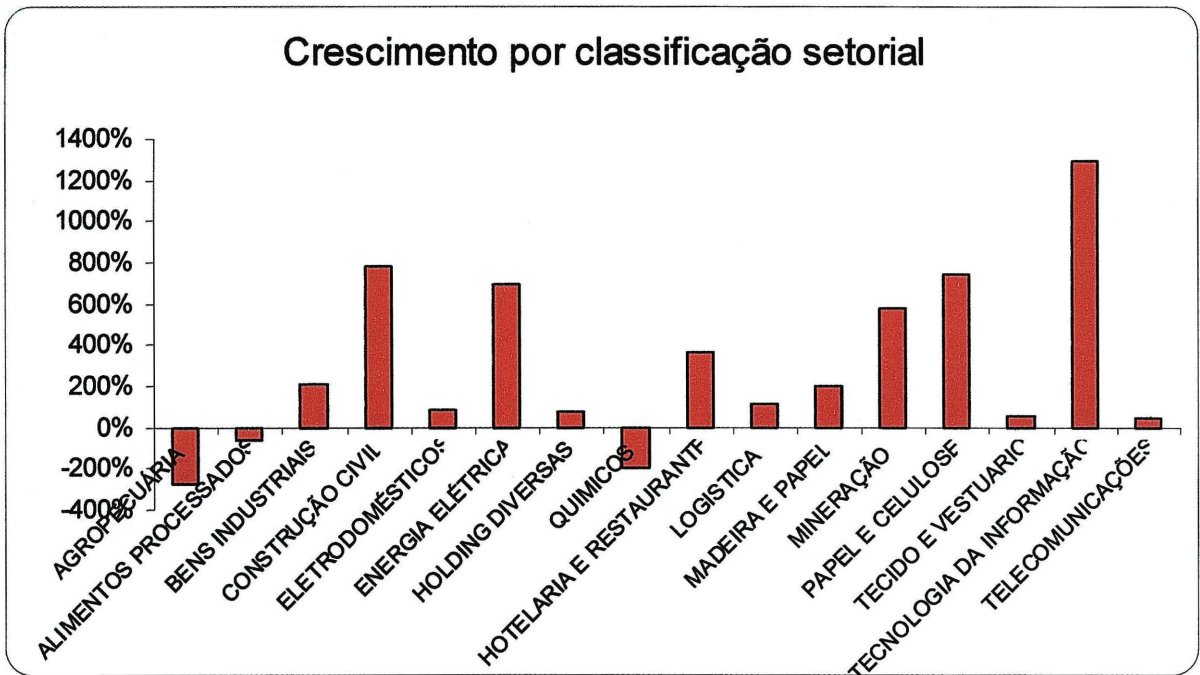


Gráfico 8 – Apresentação por classificação setorial

Os índices IBOVESPA e IBrX50 no mesmo período estudado obtiveram um crescimento de 268% e 888%.

4.3.1 Construção Civil

As empresas do grupo de construção civil obtiveram o desenvolvimento do ROE ao longo do período estudado bastante semelhante até 2002, com exceção do grupo Battistella, que entrou em 2002 no mercado de ações, coincidindo com seu melhor desempenho. Nessa área, as empresas de melhor e pior desempenho em termos absolutos foi a Bahema com um ROE final de 0,997 e o Grupo Battistella com 0,009. As outras empresas situaram-se dentro dessa faixa, portanto estas duas

empresas estarão representando os extremos do setor e serão comparadas com o IBOVESPA e IBx50.

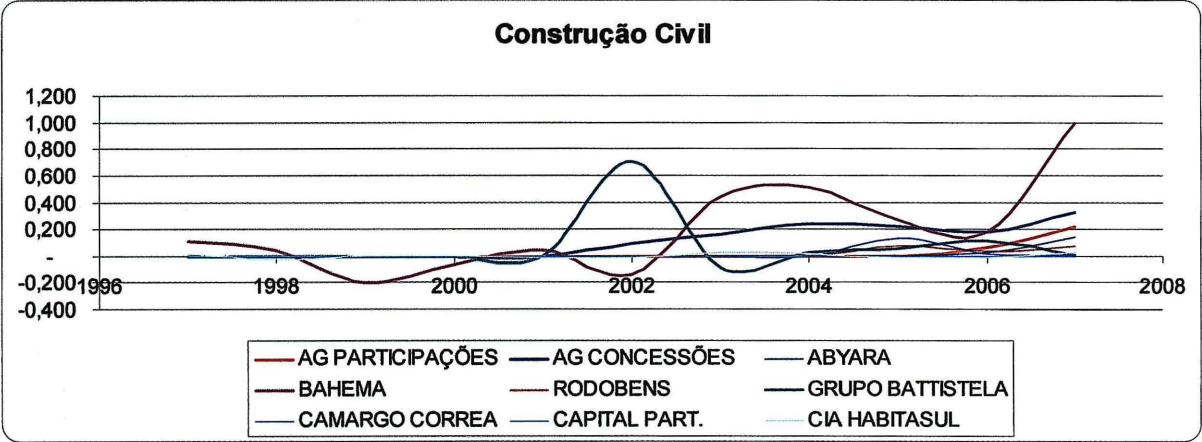


Gráfico 9 – Evolução das empresa de Construção Civil

Comparativamente, a curva de tendência de crescimento da empresa Bahema acompanha o IBOVESPA, possuindo as mesmas tendências. A Bahema possuiu momentos de oscilação em seu indicador de retorno sobre o patrimônio líquido em 2003, caindo nos dois anos seguintes, 2005 e 2006, retornando ao crescimento em 2007. Já o Grupo Battistela entrou no mercado de ações em 2002 e esse foi seu ano de maior ROE, a tendência de crescimento da empresa utilizando seus recursos caiu nos anos subseqüentes, não acompanhando a tendência da BOVESPA e das outras empresas do setor.

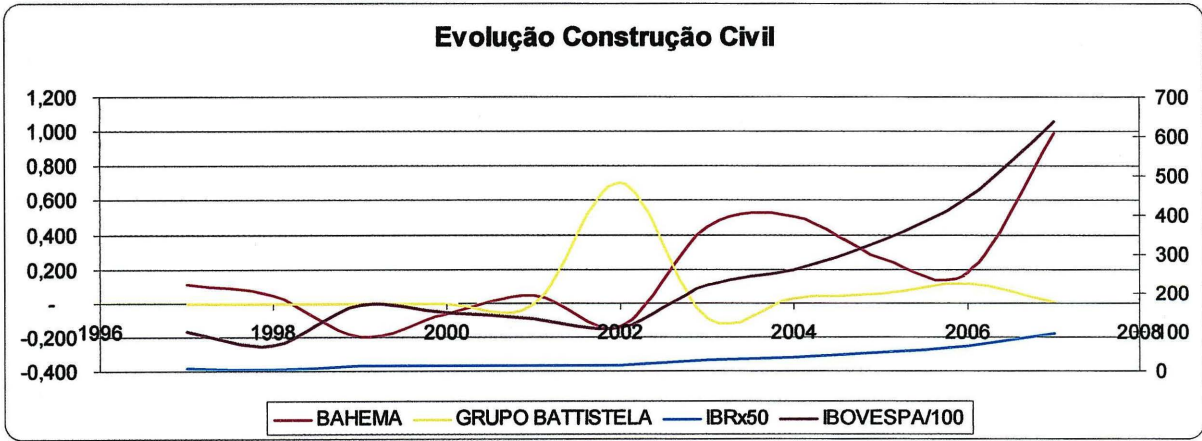


Gráfico 10 – Evolução empresas Construção Civil (Bahema, Battistella)

A Bahema possui dados históricos desde 1998 na BOVESPA, sendo que seu desempenho até 2002 se apresentava instável e seu lucro por ação

praticamente zero. A partir de 2002 sua evolução de ROE começa a oscilar positivamente, alcançando o primeiro pico em 2004 e o segundo, ainda não definido, começou em 2006.

Em relação à sua evolução no mercado de ações, as cotações da empresa em 2005 eram de R\$ 9,42/ação, chegando a R\$ 112,40/ação em 2007. Uma variação de 1093,11% .

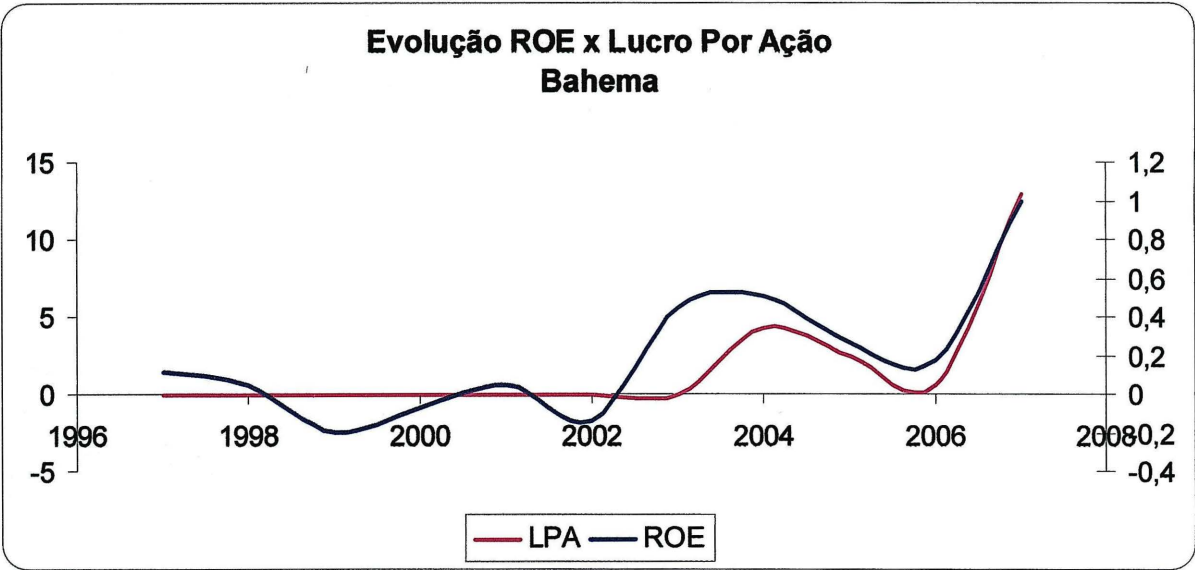


Gráfico 11 – Evolução ROE x Lucro por Ação - Bahema

O grupo Battistella se encontra no mercado desde 2002, que foi sem dúvida seu melhor ano de desempenho. Vem acumulando resultados decrescentes desde então.

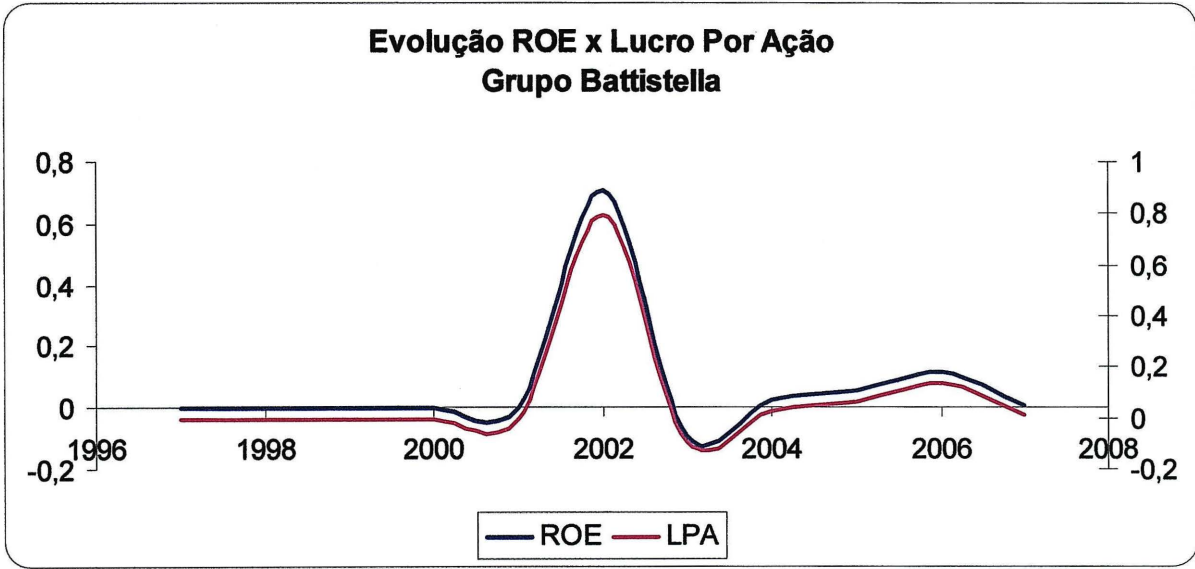


Gráfico 12 – Evolução ROE x Lucro por Ação – Grupo Battistella

4.3.2 Papel e Celulose

As empresas integrantes no grupo de papel e celulose possuem a curva de desempenho muito semelhante. As maiores oscilações são das empresas Monteiro Aranha que iniciou 1997 com um ROE acima de 0,2 (seu maior valor no período estudado), finalizando 2007 com praticamente o mesmo valor, não agregando valor e com uma forte oscilação negativa entre 1998 e 2000. Outra empresa cuja oscilação foi brusca é a Klabin, com crescimento negativo em 2002 e posterior retomada de forma brusca em 2003.

As empresas que representam melhor a faixa de desempenho em que se apresentou esse setor são: a Klabin e a Celulose Irani.

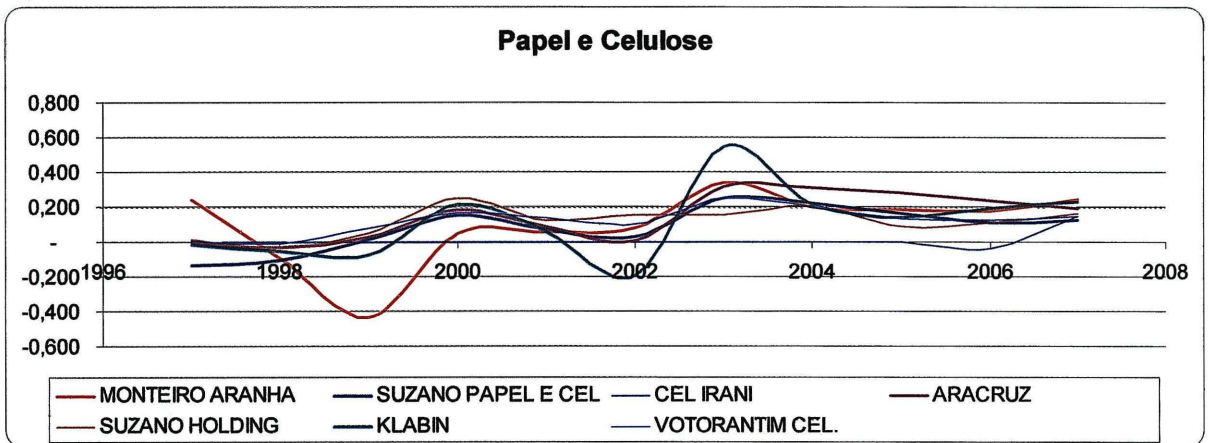


Gráfico 13 – Evolução ROE Papel e Celulose

Novamente é possível verificar que as duas empresas de desempenho oposto possuem características igualmente distintas, uma já com mais de 110 anos em atividade e líder de mercado em seu segmento. A outra com 67 anos de atividade e com estrutura de capital menor que a primeira.

Considerando a faixa de tendência entre as duas empresas, o crescimento destas a partir de 2005 acompanha o crescimento do índice BOVESPA e mesmo do IBrX50. Durante os períodos anteriores, a Klabin continua acompanhando a tendência do índice da BOVESPA com um período de atraso, ou seja, a BOVESPA oscila entre vales e picos primeiro que a Klabin e de forma mais suave. As oscilações da empresa possuem uma inclinação maior. Isso se explica devido ao indicador de retorno sobre o patrimônio líquido envolver variáveis como o lucro líquido e posições de ativo da empresa em que uma pequena redução ou aumento

das posições de vendas, ou estoques, resultam em um percentual significativo no indicador final. Logo, é de se esperar que as oscilações sejam mais bruscas, no entanto, igualmente se espera que a empresa acompanhe a tendência de crescimento do indicador BOVESPA.

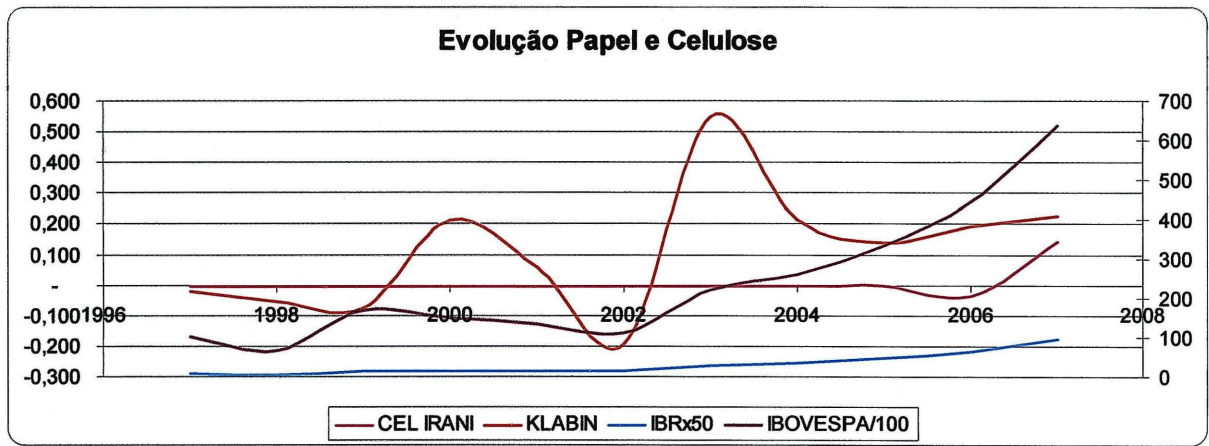


Gráfico 14 – Evolução ROE Papel e Celulose – Cel. Irani e Klabin

O desempenho do lucro por ação da Klabin é muito semelhante à sua curva de ROE. Teve seu pico de desempenho em 2003, com o maior valor de lucro por ação e ROE. Suas ações em 2002 estavam valorizadas em R\$ 0,86/ação. Em 2007 esse valor subiu para R\$ 19,59/ação, um ganho de 2177%.

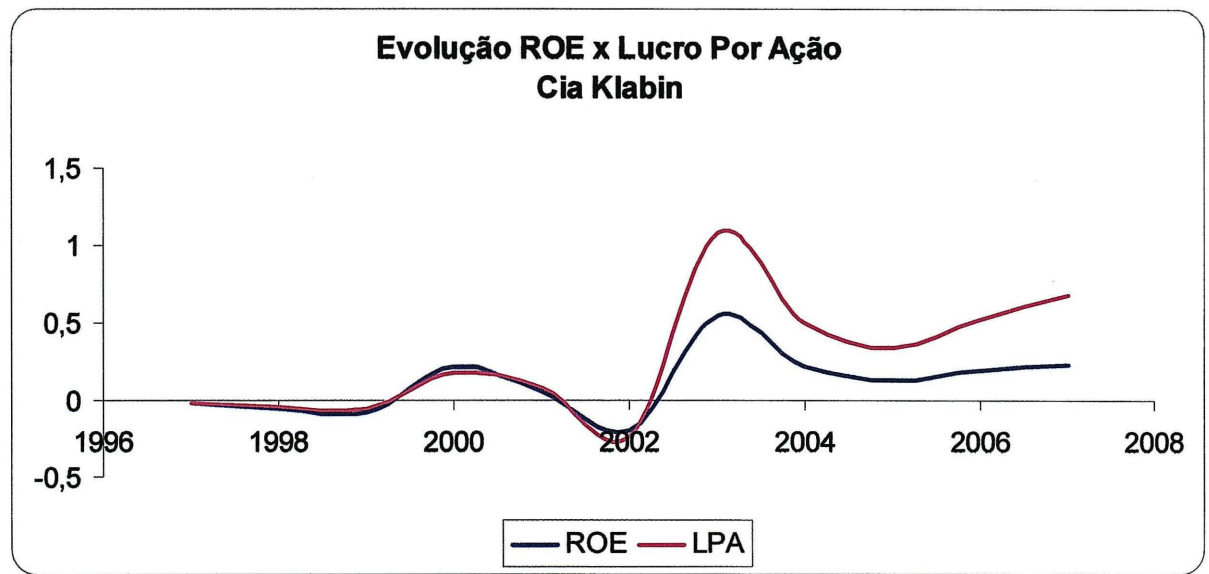


Gráfico 15 – Evolução ROE x Lucro por Ação - Klabin

4.3.3 Tecido e Vestuário

Observa-se que as empresas integrantes desse grupo obtiveram uma variação gráfica uniforme, começaram com um ROE baixo em 1997 e terminaram com um ROE praticamente no mesmo patamar em 2007, variando ao longo do período.

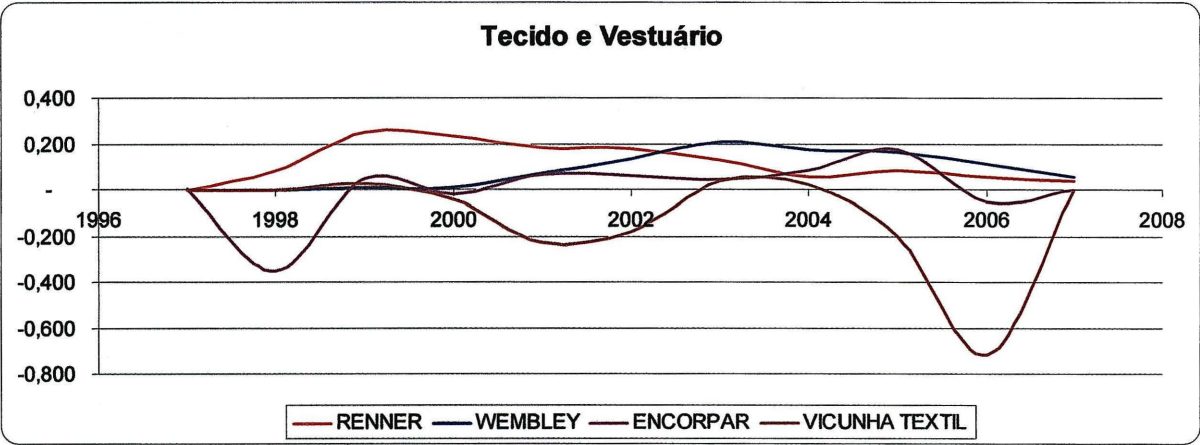


Gráfico 16 – Evolução ROE Tecido e Vestuário

A empresa com melhor desenvolvimento na primeira metade do período estudado (1998 a 2002) foi a Renner, sendo substituída depois pela Wembley. A Vicunha Têxtil foi a empresa de variação de ROE mais oscilante e negativa.

Comparativamente ao desempenho do IBOVESPA e IBrX50 esse setor é o que menos relação apresenta com o desempenho do ROE das suas empresas. A tendência do ICON, dos quais temos dados somente a partir de 2006, é a que melhor se encaixa à tendência do setor, com um aumento de 8% em 2007 e uma queda de aproximadamente 40% em 2008.

5 CONCLUSÕES FINAIS

Buscou-se verificar neste trabalho, se existe lucratividade na diversificação através da análise comparativa do crescimento percentual do ROE e dos índices do mercado de capitais. Nesse sentido, através da análise de desempenho do retorno sobre o patrimônio líquido das amostras estudadas, verifica-se que as empresas diversificadas apresentaram crescimento superior aos índices de desempenho da bolsa de valores. Portanto, a diversificação é uma opção de crescimento financeiro para as empresas. A amostra como um todo apresentou crescimento de 355% comparativamente ao IBOVESPA de 268%, demonstrando lucratividade na diversificação. Isso também foi verificado ao longo da análise de algumas empresas específicas cujos preços de ações no mercado também apresentaram crescimento percentual superior ao IBOVESPA.

Nessa mesma linha, observou-se que as empresas com crescimento acima do IBOVESPA estão concentradas em setores que demandam um alto investimento, tanto para novos entrantes como para movimentação de seu negócio. São eles os setores de construção civil, cuja atividade por si já necessita de montantes iniciais da ordem de milhões e a área de papel e celulose cujo investimento inicial para suas atividades é muito superior. Empresas desses dois grupos setoriais obtiveram crescimento médio do indicador ROE no período estudado da ordem de 458%. Esse resultado corrobora a hipótese da maioria dos autores pesquisados, entre eles Rogers e Rumelt, de que a diversificação em negócios muito distintos traz resultados insatisfatórios. De acordo com Shuman (1998) os conglomerados de sucesso possuem seus negócios concentrados em sua especialidade, que não implica necessariamente em áreas similares. No entanto, obedecem às forças de Porter, atuando em negócios com poucos concorrentes e fortes barreiras financeiras para novos entrantes. Essa conclusão responde parte do nosso objetivo de que a diversificação do negócio é uma estratégia rentável e que se torna ainda mais atrativa dentro do contexto descrito acima.

Na análise da relação entre o ROE e lucro por ação, conclui-se que é possível visualizar na evolução do ROE a mesma tendência do lucro por ação. O mercado de ações tem um atraso em relação à variação do preço das ações e os indicadores de desempenho estudado. Na maioria das vezes ocorrem variações que acompanham as tendências dos indicadores, mas deslocadas no tempo. Foi

identificado que o ganho no preço por ações das empresas que apresentaram desempenhos expressivos ao longo dos dez anos analisados foi muito superior ao IBOVESPA, de desempenho de mercado. Logo, as empresas diversificadas criaram valor para seus acionistas nesse período e foi um investimento lucrativo.

Conclui-se que existe crescimento financeiro na diversificação e que eles são mais expressivos a medida que entramos em mercados onde o investimento inicial é maior e conseqüentemente o número de entrantes é menor. Na amostra estudada verificou-se que o percentual de empresas com resultados crescentes é muito superior aos de resultados desfavoráveis. Adicionalmente, essas empresas com resultados negativos não apresentaram, em termos absolutos, uma queda tão significativa, ou seja, a tendência de crescimento é mais expressiva que a de queda na amostra.

Considerando o período estudado e os impactos econômicos dessa década, as empresas apresentaram crescimento com a opção da diversidade, com tendência de crescimento do ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido. As empresas de alto desempenho também apresentaram crescimento em seu preço por ação, agregando valor aos acionistas. Existe, portanto crescimento financeiro na opção pela diversificação.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANSOFF, H.I. **Corporate Strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion**. New York: McGraw-Hill, 1965.

BHIDÉ, A. **The Origins and Evolution of New Businesses**. New York: The Oxford University press, 1999.

COOPER, Donald R. e SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 7ª Ed. São Paulo: Bookman, 2003.

COPELAND, Tom e KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – Valuation. Calculando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

GRAVA, J. William. **O BNDES e os conglomerados**. Valor Econômico, 06 de setembro de 2004.

GUITMAN, Lawrence J. e JOEHNK, Michael D. **Princípios de Investimentos**. 8ª Ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

KHANNA, T. e RIVKIN, J.W. **Estimating the Performance Effects of Business Group in Emerging Markets**. Strategic Management Journal, v.22, n.1, pp. 45-74, 2001

KHANNA, Tarun e PALEPU Krishna. **The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets**. Harvard Business Review, july-August 1997, p. 56-63.

LAZZARINI, Sergio. **Mais Conglomerados?** Valor Econômico, 20/09/2004.

LEMES Jr, Antônio Barbosa, CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo e RIGO, Claudio Miessa. **Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2002.

HEUSKEL, Dieter. **Premium Conglomerates**. Perspectives Magazine, no. 366, p. 31 e 32, The Boston Consulting Group, 1996.

MOREIRA, J; PLANELLAS, M. **Diversification and Performance: emerging vs. developed economies**. Third International Iberoamerican Academy of Management, 2003.

MYERS, Randy. **A case for conglomerates: Stick to your knitting, or expand your core competencies?** CFO Magazine, 2001.

MYERS, Randy. **Um dilema para os conglomerados**. HSM Management, no. 28, ano 5, p. 38-44, 2001.

PENROSE, Edith. **A teoria do crescimento da firma**. 3a Ed. Campinas: Editora da Unicamp, 2006.

PORTER, M.E. Da Vantagem Competitiva a Estratégia Corporativa. In: MONTGOMERY, C.A. e PORTER, M. E. **Estratégia: a busca da Vantagem Competitiva**. Rio de Janeiro: Campus, p. 237-269, 1998.

QUEIROZ E SILVA, WASHLEY DE. **As crises mundiais e as propostas cooperativistas**. Revista do Conselho Federal de Economia, Fevereiro de 2009, 2009. www.cofecon.org.br

RAMANUJAM, V.; VARADARAJAM P. **Research on Corporate Diversification: a synthesis**. Strategic Management Journal, v.10, iss.6, pp 523-551, 1989.

RIOLFI, Matheus Antunes. **A diversificação como forma de crescimento empresarial sob a ótica da *Resource Based View* (RBV)**. Faculdade de Economia e Administração da USP, 2006.

ROGERS, Pablo, MENDES DA SILVA, Wesley e MENDES DE PAULA, Germano. **Diversificação e desempenho em empresas industriais brasileiras: um estudo**

empírico no período de 1997 a 2001. RAC, Curitiba, V.12, p.313-338, ABR/Jun, 2008.

ROGERS, Pablo, MENDES DA SILVA, Wesley e MENDES DE PAULA, Germano. **Efeitos da estratégia da diversificação no desempenho das indústrias Brasileiras: um estudo de companhias de capital aberto no período de 1997 a 2001.** RAC, Curitiba, V.06, p.224-239, Jan/Mar, 2007

SHULMAN, Larry. **Management Lessons of Premium Conglomerates.** Boston Consulting Group, Inc. 1999.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 06/01/2009.

<http://www.bovespa.com.br/Pdf/Indices/IEE.pdf>. Acesso em 20/04/2009

VOCÊ S/A e EXAME – Edição Especial 2007, 150 melhores empresas para você trabalhar.